

Governance Opinion

< 국민연금의 이유있는 투자 >

최 근 자본시장법이 개정되면서 국민연금의 '10% 룰'이 완화되었다. 이를 통해 국민연금의 보다 적극적인 투자가 가능해지게 되었다. 그리고 국민연금은 이러한 법 개정에 발맞춰 그동안 탐내왔던 회사들의 주식을 쇼핑하고 나섰다. 그리고 해당 회사들의 주가 역시 국민연금의 러브콜을 따라 좋은 흐름을 보여주고 있다.

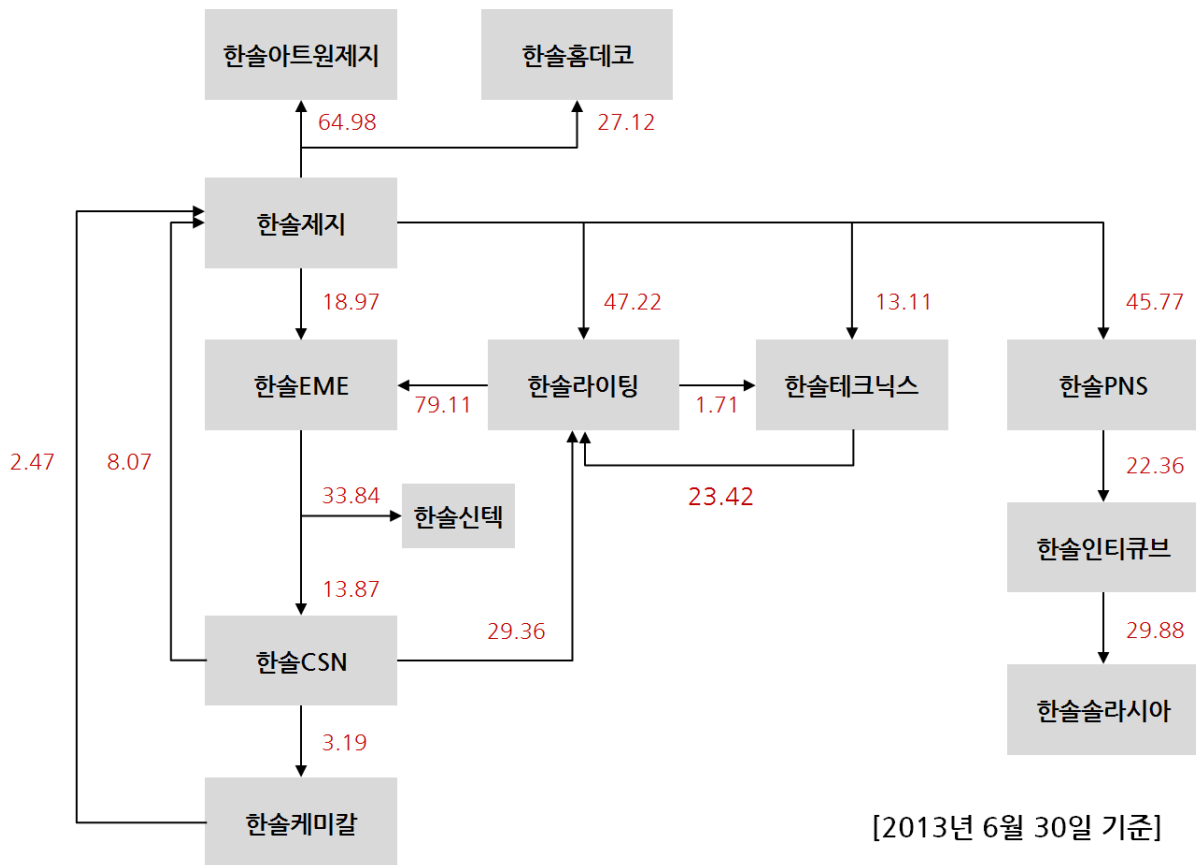
국민연금의 이유있는 투자, 한솔CSN

국민연금은 9월 6일 공시를 통해 한솔CSN의 주식을 10.13% 보유하고 있다고 밝혔다. 7월에 9.44%를 보고한 데 이어 약 0.7% 지분을 증가한 것이다. 뿐만 아니라 알리안츠글로벌인베스터스자산운용 역시 11.8%에서 15.16%로 지분을 대거 취득하면서 최대주주를 위협하는 수준까지 지분을 확보하고 나섰다.

한솔CSN은 한솔그룹에 소속되어 있는 화물운송중개 회사로 자산규모는 2013년 6월 말 기준으로 2,150억원 수준이다. 2012년 매출 3,900억원에 순이익 79억원을 기록했으며 시가총액은 1,600억원 수준이다. 안정적이고 견고한 실적을 보여주고 있지만 그렇다고 해서 실적만을 놓고 볼 때는 국민연금과 기관 투자자들이 앞다투어 지분을 사재기 할 만큼 딱히 매력적이라고 보기도 어렵다. 도대체 무엇이 국민연금과 알리안츠를 한솔CSN으로 이끈 것일까?

힌트는 한솔그룹의 지배구조에 있다.

한솔그룹은 그 동안 불안한 최대주주의 지분율과 이를 극복하기 위한 순환출자 등으로 지배구조 관련해서 수 차례 언급이 되어 왔었다. 한솔그룹의 한솔제지를 중심으로 하는 지배구조를 갖고 있으며, 한솔 EME와 한솔CSN, 그리고 한솔케미칼로 이어지는 순환출자 구조를 보이고 있다. 또한 한솔라이팅과 한솔테크닉스 역시 순환출자 구조에 포함되어 있다.



게다가 오너 일가의 주요 계열사에 대한 지분율이 턱없이 낮다는 점도 지적되어 왔다. 한솔그룹의 오너 일가는 삼성그룹의 고 이병철 회장의 장녀인 이인희 한솔그룹 고문을 중심으로 한다. 이인희 고문은 조운해 전 고려병원 이사장과의 사이에서 3남 2녀를 두었는데 3남인 조동길 회장이 현재 한솔그룹을 이끌고 있다.

주요 계열사에 대한 오너 일가의 지분율은 다음과 같다.

성명	관계	한솔제지	한솔케미칼	한솔CSN
이인희	모	3.51	-	-
조운해	부	0.07	-	-
조동길	3남	3.34	0.31	6.09

※ 2013년 1분기 말 기준

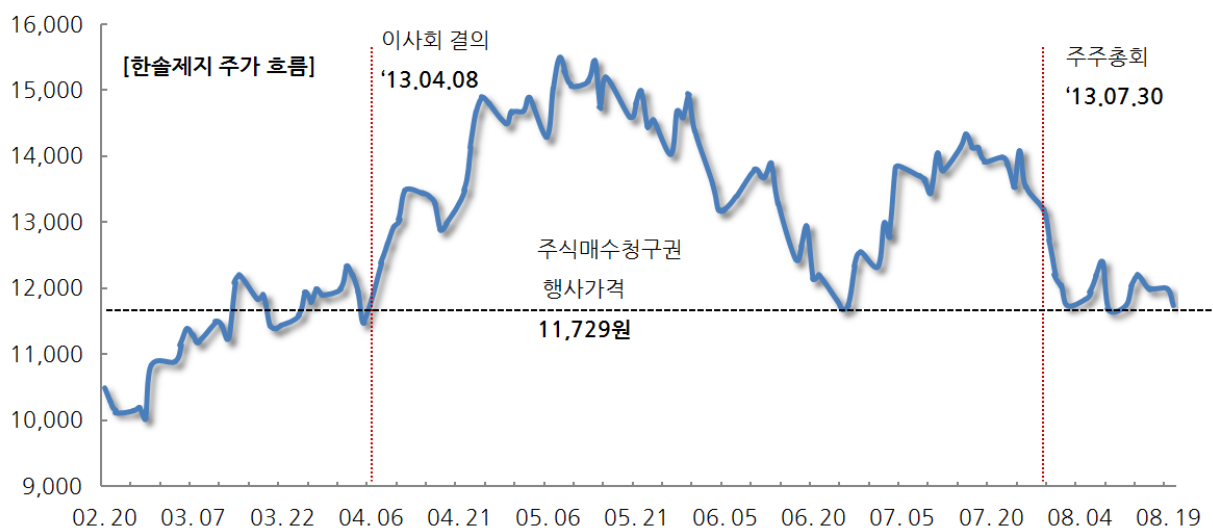
한솔그룹은 이러한 그룹의 취약한 지배구조를 극복하기 위한 방법으로 지주회사 전환을 선택했다. 그룹 내 핵심 계열사인 한솔제지를 중심으로 해서 한솔제지와 한솔CSN을 각각 투자부문과 사업부문으로 분

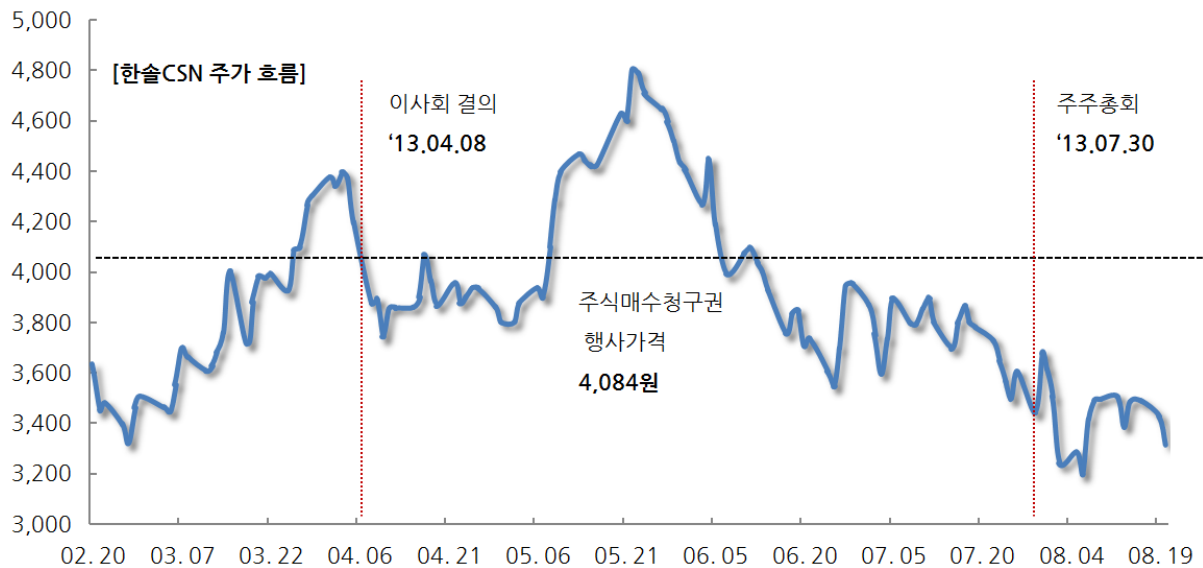
할하고 그 중 투자부문을 합병하여 지주회사로 하는 것이다.

하지만 한솔CSN의 주가가 약세를 보이면서 지주회사 전환에 대한 한솔CSN 주주의 주식매수청구권 행사가격인 4,084원을 훨씬 밑돌게 되었고, 한솔CSN 주주 입장에서는 지주회사 전환에 반대하고 주식매수청구권을 행사하는 것이 훨씬 더 유리한 상황이 발생하게 된 것이다. 결국 한솔CSN 주주들의 반대로 한솔그룹의 지주회사 전환은 무산되었고 이후 한솔CSN의 주가를 내리막길을 걸었다.

지주회사 전환과 기업 가치

한솔그룹 지주회사 전환과 관련해 한솔제지와 한솔CSN은 서로 상반된 모습을 보였다. 한솔제지의 경우 지주회사 출발 선언 이후 꾸준히 주식매수청구권 행사 가격 위에서 주가를 형성하며 시장에서 긍정적인 평가를 받았으나 한솔CSN은 일시적으로 주식매수청구권 행사가격을 웃돌기도 했으나 주주총회에 임박할수록 지속적으로 주가가 약세를 보여 결국 주식매수청구권 행사가격을 크게 밑돌게 되었으며 결과적으로 지주회사 전환을 가로막는 결정적 요인이 되었다.





한솔CSN은 지주회사 전환 철회 결정 이후에 지속적으로 주가의 약세를 보이고 있다. 그러나 지주회사 전환의 측면에서 고려했을 때, 한솔CSN의 시장 가치는 꾸준히 확대되어야 할 것으로 보인다. 만약 한솔그룹이 금번 방식과 동일한 방식으로 지주회사 전환을 재추진한다고 가정했을 때, 한솔CSN의 시장 가치는 지금보다는 훨씬 확대되어야 할 것이며, 그 기준은 금번 지주회사 전환시 제시되었던 주식매수청구권 행사가격인 4,084원이 될 것이다.

한솔제지와 한솔CSN은 각각 투자부문과 사업부문을 인적분할 함에 있어서 분할 비율을 각각 54:46과 48:52로 산정했다. 양사는 각각 거의 절반으로 분할을 하게 되며, 이렇게 분할된 한솔CSN의 투자부문은 한솔제지의 투자부문에 합병되어 소멸되게 된다. 이렇게 되면 한솔CSN의 오너 일가를 포함한 주주들은 한솔CSN의 시장가치의 절반만큼 한솔제지 투자부문의 합병 신주를 부여 받게 된다. 즉, 한솔CSN 주주 입장에서는 한솔CSN의 기업 가치가 높을수록 한솔제지 투자부문과의 합병 신주를 더 많이 부여 받게 되는 것이다. 그러므로 향후 그룹의 지주회사 역할을 하게 될 한솔홀딩스에 대한 오너 일가의 지배력을 강화하기 위해서는 조동길 회장이 약 6%의 지분을 보유하고 있는 한솔CSN의 기업 가치는 확대될수록 유리한 것이다.

주식매수청구권 행사가격을 기준으로 한솔제지와 한솔CSN의 시가총액을 산정해 보면 한솔CSN은 한솔제지 시가총액의 약 38.3% 수준이다. 하지만 한솔CSN 주가가 가장 약세를 보였던 2013년 8월 29일 시가총액을 기준으로 했을 때는 약 30.4% 수준에 불과하다. 그러므로 향후에 재차 지주회사 전환을 추진한다고 가정하면 최소한 한솔CSN의 기업 가치가 부결된 금번 합병의 주식매수청구권 행사가격보다는 높아야 하는 것이다. 그리고 분할 이후 분할 신설회사인 한솔로지스틱스의 지분을 한솔홀딩스에 현물 출자할 경우에도 역시 한솔로지스틱스의 기업 가치는 확대될수록 오너 일가의 지배력 확보에는 유리할 수 있다.

물론 이는 기업의 펀더멘탈과는 무관하며 단순히 지주회사 전환만을 고려했을 때 유효한 시나리오이다. 하지만 한솔그룹의 지주회사 전환이 불가피한 선택이고 동시에 지주회사를 전환함에 있어서 적은 비용으로 최대한 지배력을 강화할 필요가 있다면 필연적으로 한솔CSN의 기업 가치는 상승할 수 밖에 없을 것으로 보인다.

뿐만 아니라 한솔그룹은 지주회사 전환을 통해 취약한 지배력에 따른 적대적 경영권 분쟁 등의 가능성에서 벗어나 사업에 집중함으로써 그룹 전반적인 경쟁력이 향상되어 기업 가치가 상승할 수도 있을 것으로 기대된다. 뿐만 아니라 지주회사 전환을 통해 지주회사의 역할과 사업회사의 역할이 분할되어 각각의 기업들이 본래 사업 목적에 충실함으로써 기업 가치가 제고될 여지도 분명 존재하고 있다. 아울러 지배구조의 투명성 증대를 통해 시장에서 적절한 가치를 평가 받을 수 있는 기회로 작용할 수도 있을 것으로 보인다.

알리안츠의 경우 지주회사 전환이 무산된 8월부터 집중적으로 주식을 추가 매집하여 지분을 확보한 것으로 보인다. 국민연금 역시 비슷한 시기에 투자한 것으로 보인다. 국민연금이나 알리안츠글로벌인베스터스자산운용 입장에서는 상당히 영리한 투자를 한 것으로 볼 수 있다. 한솔그룹의 지주회사 전환과 그 과정에서 한솔CSN의 역할과 같은 지배구조 이슈는 실적보다는 훨씬 더 예측하기 쉽고 리스크가 적기 때문이다. 앞으로 한솔CSN의 행보에 귀추가 주목된다.