

## Governance Opinion

< 무신불립(無信不立) : 믿음이 없으면 설 수 없다 >

**바**로 어제 LS그룹은 최근 원전 케이블 납품 문제로 한바탕 난리를 일으킨 JS전선의 사업을 정리하겠다고 밝혔다. 언론 보도에 따르면, LS그룹의 구자열 회장은 잘못된 부분에 대해 반성하지 않으면 시장의 신뢰를 얻기 힘들다며 사회적 책임을 다하기 위해서 이 같이 결정했다고 밝혔다. 이와 함께 LS그룹이 원전 안전 및 관련 연구 개발 지원금으로 1,000억원을 출연할 것임을 밝혔다.

다만, JS전선의 사업을 정리하는 과정에서 불가피하게 발생할 수 있는 소액주주의 피해를 최소화하고자 대주주가 사재를 출연하여 주식 전량을 6,200원에 공개매수하고, 이후에 JS전선을 상장폐지 할 계획이라고 밝혔다. 이러한 JS전선의 결정에 따라 2014년 1월 6일 JS전선의 매매거래가 정지되었으며, 이 때 주가는 5,300원이었다. 현재 JS전선은 최대주주인 LS전선이 약 70%를 보유하고 있기 때문에 나머지 30%를 6,200원에 취득할 경우 공개매수에 나선 구자열 회장 등 오너 일가가 지불해야 하는 공개매수 규모는 약 213억원 수준이다. 소액주주 보호 차원에서 공개매수 가격은 시가보다 약 17% 높은 수준에서 결정되었다.

그 동안 갑작스런 원전 비리 문제로 인한 주가하락 등으로 마음 고생을 한 주주들 입장에서는 당장 한영할만한 일일 것이다. 대주주가 도의적 책임을 지고 소액주주들의 피해를 최소화 할 것이라고 밝혔기 때문이다.

### 6,200원, 과연 적정한가?

JS전선의 주가는 원전 비리 문제가 불거지면서 급격하게 하락했다. 2013년 5월까지만 해도 JS전선의 주가는 1만원을 넘나드는 수준이었으나 이후 하락을 거듭해 11월에는 3,370원까지 하락했다. 그 이후 조금씩 주가를 회복하면서 5,300원에 거래가 정지되었다.

당장의 주가를 고려한다면, 6,200원은 상당히 매력적인 공개매수가격이지만, 과거 주가를 고려한다면 터무니없는 가격이다. JS전선의 주가는 2013년에 1만원대 수준을 유지해 왔으며 그 이전에도 7천원을 전후하는 수준을 기록해 왔다. 최근의 주가는 갑작스런 악재로 인해 형성된 주가이며, 회사의 적정한

가치를 반영하고 있지 못하다는 것이다.

다음은 최근 JS전선의 요약 재무 상황이다.

(단위 : 원)

구분	2013년 3분기	2012년	2011년
자산	200,971,269,023	195,466,773,351	188,791,914,368
부채	70,935,191,187	63,529,220,803	70,152,238,734
자본	130,036,077,836	131,937,552,548	118,639,675,634
매출	420,334,080,811	581,810,770,460	530,235,393,035
영업이익	5,116,362,717	13,351,405,159	(6,553,529,625)
당기순이익	2,087,155,229	12,565,197,495	(12,194,984,988)

※ 개별 재무제표 기준

2013년 3분기말 기준으로 JS전선의 총 자산에서 총 부채를 제외한 JS전선의 순자산은 대략 1,300억 원 수준이다. 그리고 JS전선의 발행주식 총수는 11,378,640주. 순자산을 발행주식 총수로 나누면 약 11,428원이 된다. 순자산가치란, 기업의 자산에서 부채를 뺀 금액으로 기업의 모든 자산을 현재 시장 가격으로 매각하고 여기서 부채를 변제한 후 남은 금액을 말한다. 이는 곧 주주들의 몫으로 순수하게 남을 수 있는 자산을 말한다. 만약 회사가 청산하게 될 경우 회사는 자산을 현금화하여 이를 주주들에게 나눠줄 때 기준이 되는 금액이 된다.

즉, 당장 JS전선의 모든 자산을 재무상태표에 기재된 대로 처분하고 모든 부채를 갚으면 JS전선의 주주들은 주당 11,428원을 받을 수 있게 되는 셈이다. 회사가 금번에 상장폐지를 위해 제시한 6,200원과 비교하면 184%에 이르는 가격이다.

물론 이는 자산 가치를 그대로 인정했을 때 계산이다. JS전선의 자산에 대해 보다 세부적으로 검토해 볼 필요가 있다. 부득이하게 2013년 JS전선의 감사보고서가 공개되지 않아 2012년 말 감사보고서를 기준으로 JS전선의 자산에 대해 검토해보고자 한다. 2012년과 2013년 3분기 JS전선 자산 등에 큰 변동이 없어 무리가 없을 것으로 보인다.

우선 JS전선의 유동자산은 크게 현금및현금성자산 103.8억원, 매출채권및기타채권 814.8억원, 그리고 재고자산 307.7억원 등으로 구성되어 있으며 총 1,257.3억원 수준이다. 가장 금액이 큰 매출채권및기타채권은 사실상 대부분이 매출채권으로 구성되어 있다. 대손충당금을 반영하기 전 매출채권 총액은 839.5억원이며 약 26.6억원의 대손충당금이 설정되어 있다. 대손설정율은 약 3% 수준으로 회수 가능성이 상당히 높음을 알 수 있다. 재고자산 역시 평가충당금으로 약 2.7%를 설정하고 있어 재고자산의

가치 역시 크게 진부화되지 않은 것으로 보인다. 이를 통해 우리는 JS전선 유동자산의 대부분을 재무상태표에 있는 그대로 인정해도 큰 무리가 없다고 판단해 볼 수 있다.

다음은 비유동자산이다. JS전선의 비유동자산은 총 697.4억원 수준이며 그 중 유형자산이 466억원으로 전체 비유동자산의 약 66%를 차지하고 있으며, 종속기업, 조인트벤처와 관계기업에 대한 투자자산이 약 193.8억원, 그리고 나머지는 장기매출채권과기타비유동채권(약 13억원)과 무형자산(약 18억원) 등으로 구성되어 있다.

종속기업지분증권은 100% 자회사인 JS전람(장쑤)유한공사 지분 100%이다. JS전람(장쑤)유한공사는 2012년에 약 9.6억원, 그리고 2011년에는 약 34.5억원의 손실을 기록하여 향후 기업가치가 추가적으로 하락할 수 있을 것으로 보인다. 실제로 JS전선은 2012년에는 별도로 종속기업주식손상차손을 인식하지 않았지만 2011년에는 약 18.7억원의 종속기업주식손상차손을 인식한 바 있다.

유형자산의 장부가액은 약 466억원이지만 이는 감가상각된 금액이다. JS전선의 유형자산 세부내역은 다음과 같다.

(단위 : 천원)

구분	토지	건물	구축물	기계장치	기타	건설중인자산	합계
취득원가	18,297,234	25,297,288	5,508,797	44,925,065	7,492,436	345,897	101,866,717
감가상각누계액	-	9,293,934	2,911,221	36,804,908	6,246,145	-	55,256,208
장부가액	18,297,234	16,003,354	2,597,576	8,120,157	1,246,291	345,897	46,610,509

위의 표에서와 같이 기계장치와 건물, 그리고 구축물 등에 대해서 이미 550억원 이상의 감가상각이 적용되어 실제 장부가액은 취득원가에 절반에도 미치지 못하는 수준이다. 유형자산의 추정 내용연수 및 감가상각 방법은 다음과 같다.

구분	내용연수	상각방법
건물	33 ~ 56 년	정액법
구축물	2 ~ 54 년	정액법
기계장치	6 ~ 15 년	정액법
차량운반구	4 ~ 5 년	정액법
기타의 유형자산	4 ~ 9 년	정액법

건물이나 구축물에 비해 기계장치는 내용연수가 상대적으로 짧아 다른 유형자산에 비해 빠른 속도로 상

각된 것으로 보인다. 하지만 실제 유형자산의 가치가 장부에 기재된 감가상각이 반영된 금액과 일치하지는 않는다. 보통의 경우 내용연수보다 오래 사용할 수 있는 경우가 많기 때문에 실제 유형자산의 가치는 장부에 기록된 가치보다 더 높을 수 있는 것이다.

앞서 검토해 본 바와 같이 JS전선의 투자자산에 대해서는 좀 더 보수적으로 접근해 볼 수 있으나 유동자산에 대해서는 거의 대부분을 재무상태표에 기재된 대로 인정할 수 있을 것으로 보이며, 유형자산의 경우에는 장부가액보다 실제 가치가 더 클 수도 있을 것으로 보인다.

그리고 JS전선의 부채 대부분은 2010년 11월에 발행한 원화공모사채(약 299.6억원)와 매입채무및기타채무(약 237.1억원)로 구성되어 있어 특별히 문제가 될만한 악성 부채나 우발 부채는 보이지 않는다. 다만 한국수력원자력이 JS전선에 대해 약 1,270억원 규모의 손해배상 소송을 제기하는 등 잠재적인 부채가 남아있어 이 부분이 JS전선의 기업가치에 중요한 변수로 작용할 여지가 있다.

#### 소액주주 보호와 대주주의 노블리스 오블리제

금번 JS전선 공개매수자의 면면은 다음과 같다.

이름	구분	생년월일	국적	주 소	약력
구자열	개인	19530302	대한민국	경기도 성남시 분당구 운중동	現 LS 회장
구자홍	개인	19461211	대한민국	서울시 강남구 신사동	現 LS미래원 회장
구자용	개인	19550327	대한민국	서울시 강남구 청담동	現 E1 회장
구자은	개인	19641018	대한민국	서울시 성북구 성북동	現 LS전선 사장
구자엽	개인	19501230	대한민국	서울시 강남구 청담동	現 LS전선 회장
구자균	개인	19571008	대한민국	서울시 용산구 한남동	現 LS산전 부회장
구태회	개인	19230624	대한민국	서울시 강남구 신사동	現 LS전선 명예회장
구자명	개인	19521125	대한민국	서울시 종로구 평창동	現 LS니꼬동제련 회장

모두 LS그룹의 대주주 일가로서 구자열 LS회장은 최대주주인 LS전선이 책임을 지는 경우 배임 등의 문제가 발생할 소지가 있어 오너 가족들이 각자 출연해 공개매수에 나서게 되었다고 밝혔다.

그리고 공개매수에 나선 구자열 회장 등은 공개매수가격 6,200원이 JS전선 주식의 시가를 감안하여 일정 프리미엄을 가산하여 산정하였다고 밝혔다. 공개매수가격은,

- 공개매수공고일인 2014년 01월 07일 전일을 기준으로 하여 1개월 거래량가중평균종가 4,783원 (소

수점 이하 절사)에 29.6%의 프리미엄 적용

- 공개매수공고일인 2014년 01월 07일 전일을 기준으로 하여 2개월 거래량가중평균종가 4,155원 (소

수점 이하 절사)에 49.2%의 프리미엄 적용

- 공개매수공고일인 2014년 01월 07일 전일을 기준으로 하여 3개월 거래량가중평균종가 4,704원(소

수점 이하 절사)에 31.8%의 프리미엄 적용

되었다고 밝혔다.

하지만 기준 주가가 4천원 수준까지 하락하게 된 원인과 책임은 다른 아닌 LS전선과 오너를 포함한 경영진에게 있는 것이다.

LS전선은 JS전선의 지분 70%를 보유한 최대주주이고 또 대표이사 역시 LS그룹 일가인 구자엽 회장이 다. 구자엽 회장 이전에는 구자열 회장이 그 직을 수행한 바 있다. 사실상 JS전선 사태와 관련해 가장 큰 책임을 져야 하는 주체는 주주 전체가 아닌 LS전선과 LS그룹 대주주 일가라고 할 수 있다.

그런데 LS그룹 대주주 일가는 최근 하락한 주가를 기준으로 해서 순자산가액에 터무니없이 모자라는 공개매수가격을 제시하며 그 책임을 다하는 모양새를 취하고 있다. 그리고 LS측에서 강조하는 한수원이 제기한 손해배상소송 역시 아직 그 결과가 확정되지 않은 상황이다. 더욱이 JS전선이 사업을 중단하더라도 LS전선이 원전용 케이블과 특수선 등을 생산하고 있어 그룹 차원에서는 큰 타격이 없을 것으로 보인다. 게다가 금번 공개매수 후 자진 상장폐지 조치로 인해 LS전선은 원전 사태와의 고리를 끊고 사태에 대해 책임을 지는 제스처를 통해 이미지 개선 등 상당한 반사이익을 기대할 수 있을 것이다.

뿐만 아니라 LS전선은 JS전선을 통해 막대한 배당 이익을 챙긴 바 있다.

(단위 : 백만원)

연도	당기순이익	배당총액	LS전선 지분율(%)	LS전선 배당액
2012년	12,565	3,413	69.92	2,386
2010년	-5,441	5,689	69.92	3,978
2009년	26,801	10,240	69.92	7,160
2008년	10,260	5,689	78.70	4,477
2007년	11,134	5,689	78.70	4,477

※ 2011년에는 배당을 지급하지 않았다.

2005년 LS전선은 JS전선의 최대주주가 되었으며 그 뒤로 07년부터 2012년까지 배당으로 이미 약 220억원 이상의 현금을 확보할 수 있었다.

LS그룹은 JS전선을 통해 막대한 배당 이익을 확보하였다. 그러다가 최대주주와 경영진의 불법행위와 잘못으로 인해 기업 가치가 자산가치에도 미치지 못할 정도로 막대하게 훼손되었다. 그러자 마치 모든 사태에 대해 책임을 떠안는 모습으로 소액주주들의 지분을 최근 종가 기준으로 900원을 더 얹어서 사주겠다고 생색을 내고 있다. 하지만 JS전선의 단순 순자산가치만 하더라도 6,200원을 훌쩍 넘는 수준이다. 즉, 순자산가치의 54% 수준인 6,200원의 헐값으로 주식을 공개매수하고 이를 통해 책임을 다하겠다고 말하고 있는 것이다. 게다가 공개매수와 자진 상장폐지를 통해 LS전선과 그 일가는 이미지 개선과 같은 보이지 않는 무형의 막대한 반사이익까지 챙길 수 있을 것으로 보인다. 마지막까지 챙길 수 있는 것은 다 챙기고도 자신들의 잘못으로 인해 하락한 터무니없는 주가를 기준으로 책임을 다하는 양 생색을 내고 있다. 하지만 정작 책임을 져야 하는 최대주주와 오너를 포함한 경영진 일가의 몫까지 소액주주들이 함께 분담하고 있는 상황이다.

금번 원전 사태로 인해 JS전선과 LS그룹이 사회에 끼친 악영향은 실로 막대하다. 경영진이 불법적으로 작은 이익을 탐하는 과정에서 사회 전체적으로 전력 공급의 차질과 불안감 조성 등 막대한 사회적 비용이 발생했으며 우리 국민 모두가 불편을 겪어야 했다. 게다가 JS전선의 소액주주들은 이러한 사회적 비용 뿐만 아니라 막대한 재산상의 손실까지 감수해야 했다. LS그룹이 금번 사태에 대해 책임을 통감하고 있다면, 그리고 소액주주를 보호하고자 한다면, 진정한 노블리스 오블리제의 실천을 기대해 본다.