

지배구조 개선을 위한 기관투자자의 역할¹⁾

연구논단

강윤식 | 강원대학교 경영학과 조교수

윤정화 | 한국기업지배구조원 연구원

윤진수 | 한국기업지배구조원 부연구위원

I. 서론

기업집단은 독립기업(stand-alone company)이 갖고 있지 않은 차별적 특성을 보유하고 있어 정보비대칭 하에서 기업집단의 지배주주는 자신의 부를 극대화하기 위해 소액주주를 포함한 다수의 이해관계자의 부를 유용하기가 보다 용이하다. 특히, 계열회사 간 내부 자본시장의 형성은 계열회사 간 부당한 지원을 통해 지배주주의 사적이익 추구에 악용될 수 있다.

소수의 지배주주 일가가 경영권을 독점하고 있는 우리나라 기업집단(재벌)은 복잡한 소유구조 및 불투명한 지배구조를 통해 편법상속, 일감몰아주기, 회사사업기회 유용, 계열회사 간 부당한 지원 등의 방식으로 다수의 소액주주와 이해관계자들에게 큰 피해를 입힐 수 있다는 지적이 증가하고 있다. 기업집단 내 거래관행이나 복잡한 소유구조를 기반으로 한 소액주주로부터 지배주주로의 부의 이전 문제는 우리 경제 내에서 매우 중요한 이슈이며, 법/제도의 감시망을 피해 보다 새로운 방식으로 대리인 비용을 발생시키기도 한다.

최근의 예로 2013년 4월 한라그룹에서는 제3자 배정 유상증자를 통해 우량 계열사인 만도를 동원하여 유동성 위기에 처한 부실계열사인 한라건설을 지원하는 비합리적인 경

1) 본 연구는 경영교육연구 제29권 제2호(2014년)에 '기관투자자의 역할과 영향: 한라그룹 유상증자 사례를 중심으로'라는 제목으로 게재된 논문임을 밝혀둔다. 지면 제약으로 인해 본고에서 생략된 부분은 원문을 참조하기 바란다.

영의사결정이 이루어졌다. 이로 인해 부실계열사를 지원한 우량계열사의 시장가치는 급격히 하락하였고, 그 결과 우량계열사에 투자한 다수의 투자자들이 손해를 입게 되었다. 이에 대해 우리나라 기관투자자들의 과거 관행과 달리 중소형 독립 자산운용사인 트러스트자산운용은 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건에 강하게 반발하면서 주금납입 금지가처분신청, 임시 주주총회 소집 요구, 사외이사 추천 및 선임 요구 등 적극적으로 주주권을 행사하고자 하였다. 그 결과 트러스트자산운용은 한라그룹의 우량 계열사인 만도에 외부주주를 대표하는 사외이사를 추천하여 선임하는 성과를 거두었고, 이후 만도의 시장가치는 점차 회복되기 시작하였다.

한라그룹 사례에서 알 수 있듯이 지배주주의 사적이익 추구로 인한 대리인 문제를 근본적으로 해결하기 위해서는 무엇보다 시장규율기능이 효율적으로 작동하도록 유도하여 기업지배구조의 투명성을 제고시키는 것이 중요하다. 소유와 경영이 분리된 현대 기업에서 대리인인 경영자를 감시하고 규율하는 기능을 수행할 수 있는 주체로 기관투자자가 가장 적합하다고 평가되고 있다.²⁾ 최근 들어 우리 자본시장에서도 투자자의 재산으로 다수의 지분을 보유한 기관투자자가 투자기업의 가치를 제고하여 투자자의 이익을 보호하기 위해서는 적극적으로 주주권을 행사할 필요가 있다는 인식이 더욱 확대되고 있다. 이에 따라 기관투자자들에 의한 적극적인 주주권 행사의 효과에 대한 연구의 필요성 또한 강조되고 있다.

본 연구에서는 한라그룹 제3자 배정 유상증자 건의 사례를 분석하면서 기업집단의 불합리한 경영관행을 살펴보고, 기관투자자의 대응방안과 의의를 모색해 보면서 우리 자본시장과 상장기업의 건전한 발전을 위한 시사점을 도출하고자 한다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. I 장의 서론에 이어 II 장에서는 본 연구와 관련하여 기관투자자가 기업지배구조에 미치는 영향에 관한 기존 연구들을 살펴보고, III 장에서는 한라그룹의 부실계열사 지원에 관한 사실관계를 먼저 파악하고 여기에 나타난 문제점을 분석한다. IV 장에서는 한라그룹의 계열사 지원에 대한 기관투자자의 대응과 의의를 살펴본다. 다음으로 V 장에서는 본 연구의 결론을 기술한다.

2) 기업규모가 큰 상장기업에 있어 대부분의 주주들은 전체 발행주식의 아주 적은 지분만을 보유하게 되며 이에 따라 자신이 보유한 지분가치를 제고하기 위해 기업경영을 감시하는 시간과 노력을 투입하려는 유인이 낮아 적극적으로 주주권을 행사하기에는 무리가 있다. 이와 달리 다수의 지분을 보유한 기관투자자는 기업경영을 감시할 유인과 정보력을 가지고 있어 주주에 의한 직접적인 경영감시를 적극적으로 수행할 수 있는 가장 적합한 주체로 평가받고 있다.

II. 기업지배구조와 기관투자자

기업지배구조란 경영자원의 조달과 운용 및 수익의 분배 등에 대한 의사결정과정과 이에 대한 감시기능을 총칭하는 개념으로서, 기업의 궁극적인 목표인 주주가치 극대화를 위해 기업의 이해관계자간 대리인 비용과 거래 비용을 최소화하는 메커니즘으로 이해할 수 있다(Williamson, 1985; Shleifer and Vishny, 1997). 현대의 기업에 있어 지배구조가 중요한 이유는 기업의 성장과 규모의 증가에 따라 기업을 소유한 주주와 기업을 경영하는 경영자가 분리되어 주주와 경영자간 이해상충으로 인한 대리인 문제가 발생하기 때문이다(Berle and Means, 1932). 기업지배구조는 바로 기업내부에서 다양한 이해관계자 간에 발생할 수 있는 이해상충의 문제를 해결하는 장치인데, 그 가운데서도 특히 경영자와 주주 간의 이해상충의 문제를 해결하는 장치로 이해될 수 있으며, 좋은 기업지배구조란 이러한 대리인 문제를 얼마나 잘 통제할 수 있는가로 판단할 수 있다(Jensen and Meckling, 1976; Fama, 1980). 소유와 경영의 분리에 따라 발생할 수 있는 대리인 비용을 중요하게 인식한 Fama(1980)는 내부통제제도와 사외이사제도, 경영자 노동시장, 자본시장, 기업경영권시장(M&A 시장)이 이러한 문제를 완화할 수 있다고 제시하였다.

이러한 기업지배구조는 내부지배구조와 외부지배구조로 구분할 수 있다. 내부지배구조는 사외이사 중심의 이사회 등을 통한 경영감시기능, 회계와 감사 등 내부통제제도, 공시 등을 통한 경영투명성 확보, 배당 등을 통한 경영규율기능 등으로 구성된다. 하지만 일반적으로 내부지배구조는 지배주주의 영향력 하에 있기 때문에 많은 경우 제대로 작동하지 않는 것으로 알려져 있다. 이에 따라 기업의 내부지배구조는 지배주주나 경영진에 대한 감시장치로서 불완전한 것으로 평가되어 왔으며 이를 보완하는 방안으로 외부지배구조의 중요성이 강조되어 왔다(McConnell and Servaes, 1990).

외부지배구조는 채권자나 기관투자자 등 주요한 이해관계자에 의한 기업 감시기능, 위임장경쟁 및 M&A 등 기업 경영권시장, 경영자 노동시장 등에 의한 경영규율기능으로 정의할 수 있다(Scharfstein, 1988; Jarrell et al., 1988). 이밖에 피고용인과 이를 대리하는 노동조합, 규제기관인 정부, 감독기관, 기업이 경영활동을 영위하는 지역의 주민 및 단체, 하청관계 등으로 연계된 회사 등도 소위 이해관계자로서 기업의 경영과 관련하여 크고 작은 영향력을 행사하기도 한다. 이러한 외부지배구조 중에서 최근에는 기관투자자의 역할이 중요하게 대두되고 있다.

현대 자본시장에서 기관투자자는 투자 및 중개업무의 기본적인 역할 뿐만 아니라 투자한 기업에 대한 감시 및 경영진에 대한 견제의 역할을 수행한다. 즉 기관투자자는 금융시장의 중개자로서의 역할과 기업 경영감시자로서의 역할을 동시에 수행한다. 과거의 기관

투자자는 기업경영에 관여하지 않은 채 경영정책이나 실적에 불만이 있는 때에는 투하자금의 회수를 위해 보유주식을 매각하고(Wall Street Rule), 회사자산의 매각이나 합병이 불리하다고 생각하는 때에는 주식매수청구권을 행사하거나 주주총회에서 이에 반대하는 쪽으로 의결권을 행사하였다.

하지만 기업의 금융의존도가 높아지고 기관투자자의 주식투자금액이 증가함에 따라 기관투자자가 소유한 주식을 증권시장에서 제값에 처분하는 것이 어렵게 되었다. 따라서 주식매각에 의한 경영진 규율은 비용이 과다한 비효율적인 방법이 되고 기관투자자들은 자신의 이익을 보호하기 위하여 기업경영에 직접 관여하는 경향이 증가하고 있다. 또한 소액투자자들에 비하여 기관투자자들이 정보수집능력과 분석능력이 우월하고 보유주식 비중이 높으므로 기업을 감시할 유인을 가지고 있을 뿐만 아니라 그에 소요되는 비용도 절감되기 때문에 소액 투자자를 대신하여 개별 기업을 감시해 줄 대리인으로 기관투자자에 대한 사회적 기대도 점차 커지고 있다.³⁾ 기존 연구에 따르면 이러한 기관투자자의 경영자 감시 및 규율 기능은 경영자로 하여금 사적 이익 추구를 줄이도록 하고 나아가 기업가치 증대에 기여한다(Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1986; Allen et al, 2001, Anderson and Reeb, 2003; 유재욱, 민대완, 2011).

그러나 대부분의 국내 기관투자자들은 다양한 이해상충 및 거래관계 문제, 주주권행사를 위한 내부 조직과 역량 미비 등과 같은 제약 상황으로 인해 경영진 규율기능을 제대로 수행하지 못하고 있다. 예를 들어 자산운용회사의 모기업이 투자대상 기업이거나, 투자대상 기업이 모기업과 계열관계인 경우이거나 또는 투자대상 기업이 모기업의 주요 고객인 경우에 자산운용사의 주주권 행사는 실질적으로 제약을 받으며, 투자대상 기업의 경영진에게 우호적인 의사결정을 할 가능성이 높다. 즉 수탁재산의 주주로서의 이익과 투자대상 기업과의 거래관계에 따른 이익이 상충하는 경우 거래관계의 이익이 우선시 되면 공정하고 적극적인 의결권 행사가 제한될 수 있다(강윤식, 2011).

이와 같은 이유로 해서 우리나라 대부분의 기관투자자들은 경영감시자로서의 역할에 소극적이고, 이러한 측면에서 국내 기관투자자들은 소액을 투자하는 소수주주들과 다를 바가 없다는 평가를 받고 있다. 일례로 2013년 상반기에 개최된 유가증권시장 상장회사 정기주주총회의 안전에 대해 의결권 행사 내역을 공시한 84개 민간 기관투자자의 공시내역을 분석한 한국기업지배구조원의 자료에 따르면 주주총회 안전에 단 1건이라도 반대한 기관투자자는 전체 기관투자자 84사의 23.8%인 20사에 불과한 것으로 나타났다.

〈표 1〉에서 제시된 바와 같이 주주총회 안전에 대해 반대 의결권을 행사한 대부분의

3) 이에 반해 다수의 소액 주주들은 자신의 주식보유금액이 상대적으로 작기 때문에 경영을 감시할 유인이 없다 (Strickland et al., 1996).

기관투자자는 외국계 기관투자자 또는 국내 기업집단이나 금융그룹에 속하지 않은 독립계 자산운용사이다. 국내 기업집단이나 금융그룹에 속한 기관투자자들의 경우 주주총회 안전에 대한 반대비율이 극히 낮은 것으로 나타났다. 구체적으로 살펴보면 가장 많이 반대한 기관투자자의 반대건수가 24건인 가운데 절반 이상의 기관투자자 13사는 1~2건의 안전에만 반대하였다. 5건 이상 안전에 대해 반대 의결권을 행사한 기관투자자 7사(외국계 5사, 국내 2사)는 모두 기업집단이나 금융그룹에 속하지 않은 독립계 자산운용사이다.

2013년 5월 자본시장법 개정을 통해 기관투자자의 의결권 행사와 관련한 충실의무가 도입되었음에도 불구하고, <표 1>에서와 같이 국내 기관투자자들의 의결권행사는 소극적인 것으로 나타나고 있다. 이는 투자대상기업과의 사업적 관계 또는 소유관계로 인해 기관투자자들이 적극적인 반대의사를 제시하기 어려우며, 투자자들의 이익을 보호해야 할 선량한 관리자로서의 의무를 충실히 이행하지 못하고 있는 상황임을 시사한다. 이와 관련하여 한국기업지배구조원은 일부 기관투자자들의 적극적 의결권 행사는 여타 투자자들이 의결권을 행사하고자 할 때 유용한 정보를 제공하는 만큼 이들 기관의 의결권행사 내역을 주주총회 이전에 공개할 수 있도록 유도하는 방안을 모색할 필요가 있다고 지적하였다. 또한 의결권 행사를 전담할 인력배치 등에 비용 부담이 큰 중소형 독립계 자산운용사들을 지원할 수 있도록 의결권 자문기관을 육성하는 방안을 적극적으로 추진할 필요가 있음을 강조하고 있다.

〈표 1〉 기관투자자별 주주총회 안전 반대 현황(2013년 상반기)

순위	기관투자자	의결권 행사 안전수	반대표 행사건수	반대율(%)
1	트러스트자산운용	307	24	7.8
2	제이피모간자산운용코리아	201	11	5.5
3	이스트스프링자산운용코리아	204	11	5.4
4	알리안츠글로벌인베스터스자산운용	312	8	2.6
5	프랭클린템플턴투자신탁운용	53	1	1.9
6	칸서스자산운용	860	13	1.5
7	ING생명보험	179	2	1.1
8	아이엔지자산운용	90	1	1.1
9	교보약사자산운용	539	5	0.9
10	현대인베스트먼트자산운용	132	1	0.8
11	마이다스에셋자산운용	138	1	0.7

순위	기관투자자	의결권 행사 안건수	반대표 행사건수	반대율(%)
12	한국스탠다드차타드펀드서비스	138	1	0.7
13	베어링자산운용	880	6	0.7
14	한국투자밸류자산운용	318	2	0.6
15	신한비엔피파리바자산운용	216	1	0.5
16	HSBC펀드서비스	456	2	0.4
17	국민은행	292	1	0.3
18	미래에셋펀드서비스	327	1	0.3
19	한화자산운용	577	1	0.2
20	미래에셋자산운용	779	1	0.1
	평균, 합계	6,998	94	1.3

자료: 한국기업지배구조원 보도자료, 2013년 기관투자자 의결권 행사 현황, 2013년 11월 25일

이와 같은 국내 현실에서 최근 트러스트자산운용이 국내 기업집단 중의 하나인 한라그룹 내 한라건설의 제3자 배정 유상증자 건에 대해 반대의사를 표시하며, 주주권 행사를 적극적으로 수행하여 시장의 주목을 받았다.⁴⁾ 이하에서는 한라그룹 내 한라건설의 제3자 배정 유상증자 건의 사실 개요와 이에 대한 트러스트자산운용의 대응을 살펴보고서 우리나라 기업집단의 불합리한 경영의사결정 관행과 이에 대한 기관투자자의 역할 및 시사점에 대해 살펴보고자 한다.

Ⅲ. 한라그룹의 계열사 지원 사실관계와 문제점

1. 한라건설 재무상황과 최초 순환출자 배경

〈표 2〉에서와 같이 한라건설은 2009년까지 양호한 실적을 보이다가 2010년부터 최근까지 줄곧 경영성과가 악화되어 왔다. 그에 따라 2009년까지 200%~300% 범위에서 일정한 수준을 유지하던 부채비율이 2012년 말에 이르러서는 559.51%를 기록하였고, 급기야 2013년 1분기에는 607.24%까지 상승하였다.

4) 트러스트자산운용은 투자한 기업에 대한 의결권 행사에도 적극적이다. 〈표 1〉에 따르면 주주총회 안건에 대한 반대율이 가장 높은 기관투자자는 트러스트자산운용으로서, 공시 내역 기준으로 307개 안건 중 24건(반대율 7.8%)에 반대하였다. 트러스트자산운용의 반대 건수는 전체 기관투자자 반대건수(94건)의 25.5%에 이르고, 그 대상 회사도 8사로 가장 많아 의결권 행사에 가장 적극적인 기관으로 나타났다.

〈표 2〉 한라건설 요약 재무자료

(단위: 억원, %)

구분	2013.03.31	2012.12.31	2011.12.31	2010.12.31	2009.12.31
자산 총계	22,727	23,261	22,765	19,079	13,925
현금 및 현금성자산	159	182	951	173	523
재고자산	3,915	3,247	3,502	4,776	3,525
매출채권 등*	8,782	7,982	9,931	7,222	-
부채 총계	19,513	19,734	17,816	13,790	9,750
자본 총계	3,213	3,527	4,950	5,289	4,175
부채 비율	607.24%	559.51%	359.92%	260.72%	233.51%
당기순이익	-253	-2,259	-200	95	594

* 유동자산 항목의 '매출채권 및 기타유동채권' 계정과 비유동자산 항목의 '매출채권 및 기타 비유동채권' 계정의 합계액
 자료: 사업보고서 및 2013년 1분기 분기보고서

현금흐름의 경우 〈표 3〉에서와 같이 당기순손실이 가시화된 2011년과 2012년에 신규 단기차입에 의한 현금유입과 기존 차입금(단기차입금 및 유동성 장기차입금) 상환을 위한 현금유출이 동시에 증가하였다. 즉 새로운 부채를 통해 기존 부채를 상환한 것이었다.

〈표 3〉 한라건설 단기차입금 증감 현황

(단위: 억원)

현금흐름표 세부 항목	2013.03.31	2012.12.31	2011.12.31	2010.12.31
단기차입금의 증가	983	11,130	8,762	3,774
단기차입금의 상환	-2,002	-11,297	-11,311	-8,444

자료: 사업보고서 및 2013년 1분기 분기보고서

이와 같은 상황에서 현금성 자산은 200억원을 밑돌고 있었으며, 〈표 4〉을 통해 알 수 있듯이 1년 이상 경과하여 회수가능성이 의심되는 매출채권은 전체의 약 48%에 달하는 것으로 나타났다.

〈표 4〉 2013년 1분기 한라건설의 경과기간별 매출채권 잔액 현황

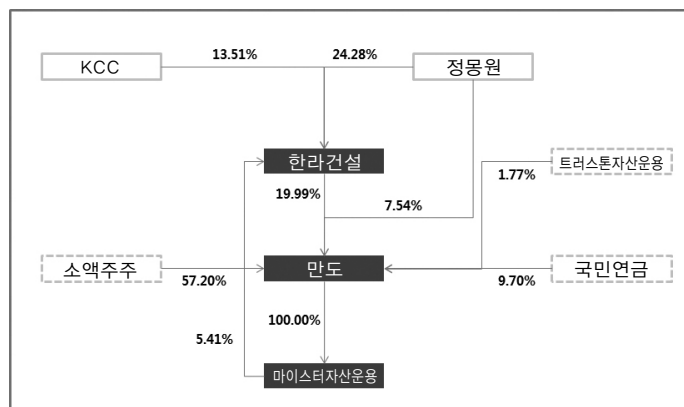
(단위: 백만원, %)

구 분	6월 이하	6월 초과 1년 이하	1년 초과	계
매출 채권	318,854	147,254	437,299	903,407
구성 비율	35.29%	16.30%	48.41%	100%

자료: 2013년 1분기 분기보고서

이와 같이 2010년 이후 지속된 유동성 압박을 해소하기 위해 한라건설은 몇 차례 유상증자를 실시하였다. 가장 먼저 2010년 2분기에 주주배정 후 실권주 일반공모 방식으로 유상증자를 실시하였고, 이후 2012년 1분기에 제3자 배정 방식으로 한차례 더 유상증자를 실시하였다. 그리고 2013년 2분기 또 다시 제3자 배정 유상증자를 실시하였다.

〈그림 1〉 한라그룹 순환출자 구조(2013년 2분기 유상증자 직전)



이 중 2012년 1분기에 있었던 제3자 배정 방식의 유상증자에서는 최대주주인 정몽원 회장이 개인자격으로 300억원에 해당하는 신주를 인수하였고, 정몽원 회장의 친인척이 지배주주로 있는 KCC가 500억원에 해당하는 신주를 인수하였으며, (주)마이스터가 200억원에 해당하는 신주를 인수하였다. 그런데 (주)마이스터는 (주)만도가 지분 100%를 소유하고 있는 완전자회사이기 때문에, 이 때 처음으로 〈그림 1〉과 같이 ‘한라건설 → (주)만도 → (주)마이스터 → 한라건설’로 이어지는 순환출자 구조가 형성되었다. 이러한 순환출자 구조를 통해 한라그룹의 지배주주 일가는 한라건설에 대해 약 48%, (주)만도에 대해 약 7.5%를 보유하여 실질적으로 기업집단 전체를 지배하고 있다. 이와 같은 소유구조 하에서 2013년 4월 한라그룹은 유동성 위기에 처한 한라건설을 지원하기 위한 목적으로 우량계열사인 (주)만도의 자금을 이용하여 제3자 배정 유상증자를 실시한 것이다.

(주)만도는 한라그룹 계열사 중 가장 우량한 기업이다. <표 5>에서와 같이 최근 몇 년 간 자산규모와 자기자본 면에서 모기업인 한라건설을 능가하며, 낮은 부채비율과 높은 자기자본수익률(ROE)을 보이고 있다.

〈표 5〉 (주)만도 요약 재무자료

(단위: 억원, %)

구분	2013.03.31	2012.12.31	2011.12.31	2010.12.31	2009.12.31
자산 총계	32,860	28,409	25,129	18,979	17,095
부채 총계	19,853	15,110	13,301	7,858	8,379
자본 총계	13,007	13,299	11,828	11,120	8,716
부채 비율	152.64%	113.62%	112.46%	70.66%	96.13%
당기순이익	389	1,232	1,642	955	1,074
자기자본수익률	2.99%	9.27%	13.88%	8.59%	12.32%

자료: 사업보고서 및 2013년 1분기 분기보고서

따라서 한라그룹 내에서 유동성 위기를 겪고 있는 한라건설에 대규모 유동성을 공급해 줄 수 있는 계열사는 사실상 (주)만도가 유일하지만, (주)만도는 한라건설의 유상증자에 직접적으로 참여할 수 없다. 왜냐하면 한라그룹이 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제 9조와 동법 시행령 제17조가 규정하고 있는 상호출자제한기업집단에 해당되기 때문이다. 이에 따라 한라그룹은 상호출자 대신 ‘한라건설 → (주)만도 → (주)마이스터 → 한라건설’로 이어지는 순환출자 구조 하에서 (주)만도가 (주)마이스터를 통해 간접적으로 한라건설을 지원하게 된 것이다.

2. 한라건설 유상증자의 개요

최근 3차례 이루어진 한라건설의 유상증자 중 2013년 4월에 실시된 제3자 배정 유상증자가 큰 이슈가 되었는데, 이는 동 유상증자 건과 관련한 불합리한 경영의사결정에 대해 중소형 규모의 독립 자산운용사인 트리스톤자산운용이 문제를 제기하고 나섰기 때문이다. 이하에서는 2013년 4월에 실시된 한라건설의 유상증자를 중심으로 사실관계를 파악하고 문제점을 분석한 이후 기관투자자 역할의 의의에 대해 살펴보고자 한다.

2013년 4월에 실시된 한라건설의 제3자 배정 유상증자를 시간의 흐름에 따라 정리하면 다음과 같다. 먼저 지난 3월 29일, 한라건설은 정기주주총회에서 정관을 변경하여 제3자 배정 유상증자 한도를 증액하였고, 정기주주총회가 끝나자마자 같은 날 이사회를 개

최하여 신주 배정 대상자가 결정되지 않은 상태로 제3자 배정 유상증자를 결의하여 공시하였다. 그리고 2주가 지난 4월 12일, 한라건설은 정정공시를 통해 동 유상증자의 제3자 배정 대상자가 최대주주(신주대금 약 50억원)와 (주)마이스터(신주대금 약 3,385억원)이며 납입일은 4일 뒤인 4월 16일로 결정되었다고 공시하였다. 이에 대해 한라건설에서는 이번 제3자 배정 대상자 선정 경위로 ‘재무구조 개선을 위한 필요자금의 신속한 조달을 위해 투자자의 의향 및 납입능력, 시기 등을 고려하여 이사회에서 최종 선정함’이라고 하였다.

동 공시에 이어서 같은 날 계열사인 (주)마이스터와 (주)만도에서 이사회가 차례로 개최되었다. 한라건설의 유상증자 정정공시일인 4월 12일 (주)마이스터는 ‘투자이익 증대’를 위하여 한라건설의 유상증자에 참여한다는 공시를 하였고, 이어서 그 신주 인수대금을 조달하기 위하여 주주배정 방식으로 ‘운영자금’ 목적의 3,786억원 규모의 유상증자 실시를 이사회에서 결의하고 납입일은 결의일 당일인 4월 12일이라고 공시하였다. 이와 함께 같은 날 4월 12일, (주)만도는 자신이 100% 소유하고 있는 (주)마이스터의 유상증자에 참여한다는 공시를 하게 된다. 이 때 (주)만도는 ‘물류 인프라 강화 및 신사업 전개’를 유상증자 참여 목적으로 공시하였다.

〈표 6〉 2013년 4월 실시된 한라건설 제3자 배정 유상증자의 진행과정 요약

일자	경과내용
3월 29일	• 한라건설, 주주총회 결의를 통해 정관을 변경하여 제3자 배정 유상증자 한도를 증액함 • 한라건설, 이사회 결의를 통해 제3자 배정 유상증자를 결정하고 공시함 - 목적 : 차입금 상환을 통한 재무구조 개선 - 배정대상자 미정
4월 12일	• 한라건설, 정정공시를 통하여 신주배정 대상자를 발표함 - 배정대상자 : 정몽원(최대주주), (주)마이스터(계열회사) • (주)마이스터, 한라건설의 유상증자에 참여한다고 공시함 - 참여금액 : 3,385억원 • (주)마이스터, 자체 주주배정 유상증자를 실시한다고 공시함 - 목적 : 운영자금 - 유상증자금액 : 3,786억원 - 배정대상자 : (주)만도 (마이스터가 (주)만도의 완전자회사이므로) - 유상증자에 대한 이사회 결의일과 주금납입일이 4월 12일로 동일함 • (주)만도, 이사회 결의를 통해 (주)마이스터 유상증자참여의 참여를 결정하고 공시함 - 목적 : ‘물류 인프라 강화 및 신사업 전개’ - 이사회 결의 당일에 주금납입을 완료함
4월 16일	• (주)마이스터, 한라건설 유상증자의 신주대금 3,385억원 납입을 완료함

위의 경과내용에서 주목해야 할 점은 한라건설의 제3자 배정 유상증자에 대한 정정공시, (주)마이스터와 (주)만도의 이사회에서 있었던 유상증자 참여 결의·유상증자 실시 결의, 그리고 신주 인수대금의 납입 등 3개사의 중차대한 일련의 경영의사결정이 4월 12일 하루에 모두 이뤄졌다는 점이다. 이는 일반적으로 납득하기 어려운 상황으로 과연 이러한 중차대한 주요 경영의사결정이 각 회사의 이사회에서 충실히 논의되어 합리적으로 도출된 것인지에 대해 의문을 제기하지 않을 수 없다.

요컨대 2013년 4월에 이루어진 한라건설의 제3자 배정 유상증자 형태는 먼저 (주)만도가 자신의 완전자회사인 (주)마이스터의 유상증자에 참여하여 (주)마이스터에게 3,786억원을 지원하였고, 이어 (주)마이스터는 한라건설의 유상증자에 참여하여 3,385억원을 한라건설에 지원한 것이다. 이는 기존의 한라그룹 순환출자 고리를 강화하는 결과를 보였는데, 유상증자 전후로 한라건설에 대한 (주)마이스터의 지분변동은 아래의 <표 7>과 <그림 2>와 같다.

<표 7> 순환출자 전후 (주)마이스터의 한라건설에 대한 지분 변동 내역

구분		유상증자 전	유상증자	유상증자 후	비고 (한라건설 신주)
한라건설의 발행주식총수	보통주	27,407,414	4,360,470	31,767,884	• 보통주 1주당 6,220원 • 우선주 1주당 31,100원
	전환우선주	-	10,174,420	10,174,420	
	합계	27,407,414	14,534,890	41,942,304	
한라건설에 대한 마이스터의 지분	보통주	1,481,486	3,556,610 (221억원)	5,038,096	• 보통주 신주 중 803,860주 정 몽원 개인 인수(50억원) • 보통주 신주 중 3,556,610 (주)마이스터 인수(221억원)
	전환우선주	-	10,174,420 (3,164억원)	10,174,420	
	합계	1,481,486	13,731,030	15,212,516	
한라건설에 대한 마이스터의 지분률	보통주 지분률	5.41%	-	15.86%	• 우선주 신주 전량 (주)마이스터 인수 (3,164억원)
	전환우선주 전환 이후 지분률	-	-	36.27%	

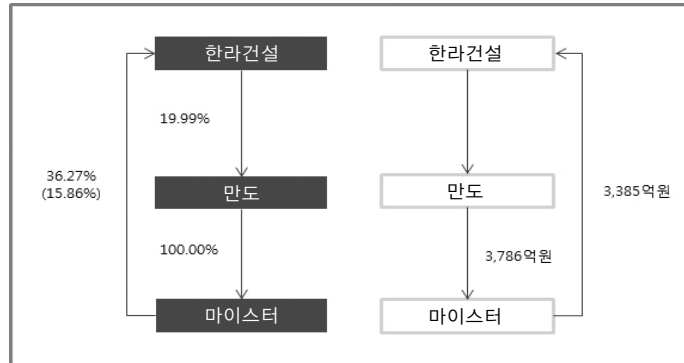
<표 7>에 따르면 한라건설에 대한 (주)마이스터의 지분율은 유상증자 참여 전 5.41%에서 유상증자 참여 이후 15.86%로 증가하였다. 여기서 3,164억원을 투자한 전환우선주가 보통주로 전환된다면 한라건설에 대한 (주)마이스터의 지분율은 36.27%로 급증하게 된다.

<그림 2>에서 한라건설, (주)만도, (주)마이스터를 기업집단이라는 하나의 경제적 실체로 간주할 경우, 외부로부터 유입된 유동성(현금)은 전혀 없다. 그럼에도 불구하고 장부상 (주)마이스터의 자산과 자본이 3,786억원 증가하였고 한라건설의 자산과 자본이 3,385억원 증가함으로써, 기업집단의 자산과 자본이 7,000여 억원 증가한 것으로 나타

난다. 즉 제3자 배정 유상증자를 통해 실제 지급능력에는 변함이 없음에도 불구하고 마치 기업집단의 재무구조가 개선된 것처럼 보이는 것이다.

이보다 더 큰 문제점은 순환출자가 단지 위와 같은 회계 상의 착시현상에 그치지 않고 기업지배구조 측면에서 불합리한 경영의사결정 구조가 자리 잡도록 만든다는 데에 있다. 즉 계열사 간의 지분이 늘어남으로써 기업집단을 지배하고 있는 대주주가 실제로 개별 기업에 대해 가지고 있는 현금흐름권보다 더 많은 의결권을 행사할 수 있게 되는 것이다 (김지혜, 이상욱, 2012). 이는 사실상 주식회사의 근간을 이루는 1주 1의결권 원칙이 정하는 주주평등의 원칙에 위배되는 것으로서 향후 지배주주에 의한 회사자원의 사적 편취의 가능성을 내포하고 있다.

〈그림 2〉 유상증자 후 순환출자 구조와 유상증자의 자금흐름도



3. 한라건설 유상증자의 문제점

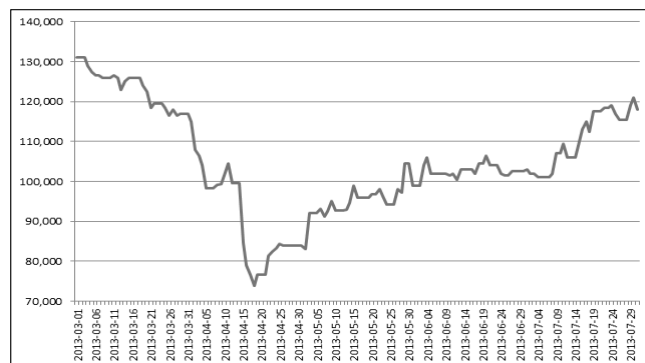
앞서 살펴본 바와 같이 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건은 우량계열사를 동원한 부실계열사 지원의 전형적인 유형이다. 이는 우량계열사인 (주)만도 주주의 비용으로 기업집단의 총수 및 부실계열사인 한라건설 주주들에게 부당한 편익을 제공한 것으로 해석된다. 이번 제3자 배정 유상증자 건에 내포된 문제점을 살펴보면 다음과 같다.

첫째 이번 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건에서 드러난 문제점 중 가장 본질적인 것은 바로 기업지배구조 상의 문제점이다. 이사회와 이사회의 역할과 책임, 특히 사외이사의 역할과 책임에 대해서 짚고 넘어갈 필요가 있다. 제3자 배정 유상증자 참여 시점의 (주)만도 이사회는 사내이사 3명, 사외이사 6명 총 9명의 이사로 구성되어 있었는데, 사외이사들은 법률전문가, 재무전문가, 산업전문가 등으로 전직 부장검사·전직 대기업 부사장·현직 자동차학과 교수·현직 로펌 변호사·현직 법대 교수·전직 은행장 등의 경력을 갖고 있었다. 표면적으로는 전문성을 갖추었다고 보이지만 실제로는 (주)만도의 지배구조 리스크

를 전혀 예방하지 못한 것으로 판단된다. 경력만으로는 전문가로 표명되는 이러한 사외이사들이 (주)만도의 기업가치가 하락할 것이 분명히 예상되는 유상증자 참여 건에 대해 충실히 논의하고 결의를 하였는지, 그리고 (주)만도 주주들의 권익을 옹호해야 할 사외이사들이 정말 제 역할을 충실히 수행하였는지에 대해 의문이 제기된다. 이들 사외이사들은 모두 사외이사후보추천위원회를 통해 후보로 추천되어 선임되었는데, 과연 현 사외이사 후보 추천 시스템이 사외이사의 독립성을 담보할 수 있는가에 대한 문제점도 제기된다.

둘째 제3자 배정 유상증자의 또 다른 문제점은 부실 계열사인 한라건설을 지원하기 위하여 우량계열사인 (주)만도의 주주가치가 부당하게 훼손되었다는 점이다. 이번 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건으로 인해 한라건설이 유동성 위기를 모면함으로써 그 최대 주주인 정몽원 회장과 특수관계인은 이익을 얻게 되겠지만, (주)만도의 주주 입장에서는 주주가치가 명백히 훼손되었다고 분석된다.

〈그림 3〉 (주)만도의 주가 추이



〈그림 3〉에서 알 수 있듯이 우량계열사인 (주)만도가 자회사인 (주)마이스터를 통해 부실위험이 높은 한라건설의 유상증자에 3,786억원을 현금출자하기로 결정하자, 시장에서는 이에 대해 상당히 부정적인 반응을 보였다. 실제로 (주)만도의 기업가치(유통주식 기준)는 관련 공시 이후 첫 거래일인 4월 15일 주가급락으로 인해 약 2,667억원 가치 손실이 있었고, 4월 12일부터 18일까지 5영업일(공시 당일, 공시 후 4일)간 5,494억원의 가치가 손실되었다. 공시 전날인 4월 11일의 종가와 주가의 움직임이 다소 안정되기 시작한 4월 24일의 종가를 비교해 보면 약 3,794억원의 손실이 발생하였는데, 이 금액은 (주)만도가 출자한 3,786억원과 유사한 규모이다.

셋째 이번 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건은 한라그룹의 순환출자 고리를 더욱 견고히 하여 한라건설의 유동성 리스크가 그룹 전체로 확대되었다는 점에서도 문제의 소지

가 있다. 만약 지분구조가 단순하다면, 한라건설이 워크아웃이나 법정관리에 들어가는 상황에서도 (주)만도는 건전하게 유지될 수 있다. 그러나 순환출자에 의해 지분구조가 복잡해지면, 한라건설의 잠재적 위기가 현실화될 때 (주)만도나 (주)마이스터 등 여타 계열사가 동반 부실화될 우려가 있다. (주)만도 입장에서만 보자면, 당초 150억원(5.41%)에 국한되었던 한라건설에 대한 위험이 약 4,000억원(36.27%) 규모로 급증하게 되었고, 만약 한라건설의 경영정상화가 실패하거나 지연될 경우 향후 추가지원의 부담까지 지게 될 가능성도 배제할 수 없다.

넷째 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건은 불성실공시 또는 허위공시로서 공시규정 위반의 소지가 존재한다. 왜냐하면 (주)마이스터는 유상증자의 목적이 ‘운영자금’이라고 공시하였으나, 실제로 신주대금 3,786억원 중 약 90%에 해당하는 3,385억원이 한라건설의 유동성 공급에 사용되었으므로 ‘타법인증권 취득자금’이라고 공시했어야 했기 때문이다. 또한 (주)만도는 (주)마이스터의 유상증자에 참여하는 목적이 ‘물류 인프라 강화 및 신사업 전개’라고 공시하였으나, 이 역시 마찬가지로 실제로 부합하지 않는다.

다섯째 한라그룹에서는 상법상 의결권 제한규정 회피 목적으로 마이스터를 유한회사로 전환하였다. 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건이 완료된 이후 한라건설의 (주)만도 지분(19.99%)과 (주)만도의 (주)마이스터 지분(100.00%) 그리고 (주)마이스터의 한라건설 지분(36.27%)은 모두 발행주식 총수의 10분의 1을 초과하였기 때문에 상법 제369조 제3항에 저촉되어 어느 경우에도 의결권을 행사할 수 없게 되었다.⁵⁾ 이에 한라그룹은 의결권 행사의 제약을 회피하기 위하여 (주)마이스터를 유한회사로 전환하는 방법을 선택함으로써 이번 제3자 배정 유상증자건의 비합리성을 간접적으로 보여주었다.

끝으로 이번 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건이 현행 법률에 위반되는 것은 아니지만 대기업집단 지배주주의 부당한 지배력 유지 및 강화의 원인이 되는 소유·지배구조의 투명성과 책임성을 제고하고자 신규순환출자 및 기존 순환출자 고리 강화를 위한 추가출자의 금지가 강하게 요구되고 있는 시대적 상황에 역행한다는 측면에서도 문제가 있다.

5) 회사, 모회사 및 자회사 또는 자회사가 다른 회사의 발행주식의 총수의 10분의 1을 초과하는 주식을 가지고 있는 경우 그 다른 회사가 가지고 있는 회사 또는 모회사의 주식은 의결권이 없다 (상법 제369조 3항).

IV. 기관투자자의 대응과 의의

1. 트러스톤자산운용의 적극적 대응

기관투자자, 신용평가기관 및 애널리스트 등 시장참여자들은 이번 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건의 부당성과 이로 인한 기업가치 하락 가능성을 제기하면서 부정적인 반응을 보였다. 또한 (주)만도의 노조에서도 경영진의 잘못된 의사결정을 지적하면서 정몽원 회장과 (주)마이스터 대표이사를 부실계열사 부당지원 혐의(특정경제범죄 가중처벌법)로 고소하였다. 이와 같은 시장의 반응 속에서 특히 가장 크게 주목을 받은 것은 특정 기업집단에 속하지 않은 중소형 독립 자산운용사인 트러스톤자산운용의 행보였다. 트러스톤자산운용은 3월말 정기주주총회 이후 수차례 (주)만도 측에 한라건설의 유상증자 참여 가능성에 대한 우려를 전달하였다. 이러한 트러스톤자산운용의 우려에 대해 (주)만도의 CFO는 4월 12일에 개최된 이사회 당일까지도 (주)만도가 한라건설에 유동성을 지원하는 일은 절대 없을 것이라며 유상증자에 대해 부인하였다. 그러나 (주)만도 CFO의 말은 사실이 아닌 것으로 드러났고 그로 인해 (주)만도 경영진에 대한 시장의 신뢰는 추락하였다.

이에 트러스톤자산운용은 이번 사안에 대해 적극적으로 주주권을 행사하기 시작하였고, (주)만도에 투자하고 있는 국민연금을 비롯한 여타 기관투자자들도 트러스톤자산운용의 적극적인 주주권 행사 계획에 대해 동참할 것이라는 뜻을 표명하였다. 이에 따라 트러스톤자산운용은 우선적으로 4월 15일 (주)마이스터가 한라건설에게 주금을 납입하는 것에 대해 ‘주금납입 금지 가처분신청’을 법원에 제출하였다. 물론 주금납입일이 그 익일인 4월 16일이기 때문에 가처분신청에 대한 법원의 결정이 내려지기 전에 3,385억원이 한라건설로 납입되면 사실상 ‘주금납입 금지 가처분신청’의 효력이 없을 것이라는 점을 사전에 인식하였지만, 언론·일반주주·기관투자자·감독당국·정책입안자 등 여러 시장참여자들의 주의와 관심을 환기시키기 위한 상징적 행위로 가처분신청을 한 것이었다.

이후 트러스톤자산운용은 2대 주주인 국민연금과 함께 이번 사태의 우호적인 해결을 위해 4월 15일 (주)만도의 경영진을 항의 방문하였다. 그러나 (주)만도 측의 해명에서 기대할만한 답변이 나오지 않았기 때문에, 이후 트러스톤자산운용은 임시주주총회 소집청구, 주주제안, 주주대표소송 등 소수주주권 행사의 가능성을 열어두었다.⁶⁾ 뿐만 아니라

6) 소수주주권은 회사의 운영에 참가하는 것을 목적으로 하거나 이와 관련하여 행사하는 권리인 공익권 중 발행주식 총수의 일정 비율에 해당하는 주식을 갖는 주주에 한해 행사할 수 있도록 하는 권리이다. 상법의 상장회사에 대한 특례에서는 상장회사의 경우 해당 요건을 완화하고 있다. 상법에서 규정하고 있는 소수주주권은 아래 <표 8>과 같다. 이러한 규정에도 불구하고 우리나라에서는 소수주주권 행사가 활성화되어 있지 않은 상황이다.

<표 8> 소수주주권의 내용과 요건

형법, 특정 경제범죄 가중처벌법, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 상의 배임죄와 부당 지원행위의 성립 여부를 검토하며 추가적인 법적 조치도 고려하였고, 아울러 이 문제를 공론화하기 위한 캠페인을 벌이면서 경영진과의 대화도 병행하였다. 최종적으로 비용과 편익을 고려하여 소송으로 비화되진 않았지만, 이사회에 외부 주주를 대표할 수 있는 독립적인 사외이사를 진출시키기 위하여 임시주주총회 소집을 청구하였다. 결국 (주)만도 측은 트러스트자산운용을 비롯한 기관투자자들의 의견을 받아들여 6월 임시주주총회를 개최하여 트러스트자산운용에서 추천하는 독립적인 사외이사를 선임하기로 결정하였다.

2. 트러스트자산운용 대응의 의의, 배경 및 시장의 반응

국내 기관투자자들의 주주권 행사가 매우 소극적인 상황에서 기업집단이나 금융그룹에 속하지 않은 독립 자산운용사인 트러스트자산운용이 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건에 대해 적극적으로 주주권을 행사한 사례는 다음과 같은 의의를 가진다. 첫째 이번 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건에 대한 트러스트자산운용의 대응은 기관투자자들의 주주권 행사를 위한 문화적 토양이 척박한 우리나라에서 특정 기업집단에 속하지 않은 독립 자산운용사가 주주행동주의를 실행에 옮긴 국내 최초의 사례라는 점에 주목할 필요가 있다.⁷⁾ 대주주 지분율이 28%인 상황에서 트러스트자산운용이 주주권을 행사하여 독립적인 사외이사를 이사회에 진출시킨 사례는 대주주 지분율이 큰 집중형 소유구조에서도 기관투자자의 주주행동주의가 국내에서 성공할 수 있다는 첫 사례로 의의가 크다.

둘째 트러스트자산운용의 적극적인 주주권 행사는 ‘기관투자자들의 연대’ 측면에서 긍정적인 의의를 가진다. 익히 알려져 있는 바와 같이 우리나라 기관투자자가 주주권 행사에 소극적인 이유는 제도의 미비에 있다기보다 문화적인 풍토 또는 분위기가 조성되어 있지 않다는 데에 있다. 앞서 언급한 바와 같이 국내 다수의 자산운용사들은 기업집단에

소수주주권 내용	일반 규정**	상장회사 특례 규정**
주주 제안권*	100분의 3 (상법 363조의2)	1,000분의 10 (상법 542조의6 2항)
대표소송 제기권	100분의 1 (상법 403조)	1만분의 1 (상법 542조의6 6항)
이사·감사 해임 청구권*	100분의 3 (상법 385조 2항, 415조)	1만분의 50 (상법 542조의6 3항)
위법행위 유지 청구권*	100분의 1 (상법 402조)	10만분의 50 (상법 542조의6 5항)
회계장부 열람권*	100분의 3 (상법 466조)	1만분의 10 (상법 542조의6 4항)
주주총회 소집 청구권	100분의 3 (상법 366조)	1,000분의 15 (상법 542조의6 1항)

* 상장회사 중 자본금이 1천억 원 이상인 회사의 경우 추가적으로 상장회사 특례규정의 요건을 2분의 1로 완화하고 있음

** 제시된 수치는 소수주주권을 행사할 수 있는 주주의 지분율 요건임

7) 우리나라에서 가장 대표적인 주주행동주의 펀드로서 ‘한국기업지배구조개선펀드’가 있고 또한 개인에 의한 주주행동주의 사례가 있기는 하지만, 순수하게 국내 독립 자산운용사에 의한 주주행동주의로는 트러스트자산운용의 사례가 최초이다.

소속됨으로써 행동의 제약을 받고 있으며, 공적연기금도 연금사회주의에 대한 우려로 인해 주주권 행사에 소극적이다. 이런 상황에서 ‘기관투자자들의 연대’는 적극적인 주주권 행사를 위한 하나의 돌파구가 될 수 있다.

이번 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건에서 트러스트자산운용의 주주권 행사가 성공한 데는 2대주주(9.7%)인 국민연금을 비롯한 기관투자자들의 동참 및 지지 또한 중요한 요인으로 작용하였다. 이와 같이 트러스트자산운용 같은 독립적인 민간 자산운용사가 적극적인 주주권 행사에 나설 경우, 국민연금을 위시하여 다양한 이유로 주주권 행사의 전면에서 나서지 못하고 있는 기관투자자들이 관심을 가지고 지지를 표시하는 것만으로도 시장에 긍정적 영향을 미치기에 충분하다. 이러한 점을 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건을 통해 실제 행동으로 증명해 보였다는 것이 이번 트러스트자산운용의 주주행동주의가 내포하는 의의라고 할 수 있다.

그렇다면 트러스트자산운용이 적극적으로 그리고 효과적으로 주주권 행사를 할 수 있었던 배경은 무엇이이었을까? 먼저 사회책임투자(SRI, Socially Responsible Investment)에 대한 관련 임직원들의 확고한 의지를 꼽을 수 있다. 현재 트러스트자산운용은 국민연금의 사회책임투자 위탁운용사 중 하나로서 정량적 측면에서 우수한 수익률을 보이고 있다. 뿐만 아니라 평소 꾸준히 개별기업에 대한 모니터링을 수행하면서 주주총회 안건에 대하여 적극적으로 의결권을 행사하는 등 질적인 측면에서도 사회책임투자에 대한 의지를 보여주고 있다. 결국 이번 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건에서 보여준 주주행동주의는 트러스트자산운용의 그와 같은 의지를 확인시켜 준 것이라고 할 수 있다.

다음으로 트러스트자산운용이 특정 기업집단에 소속되지 않은 독립적인 자산운용사라는 점을 꼽을 수 있다. 비록 중소형 자산운용사이지만 기관투자자의 적극적인 주주권 행사라는 관점에서 본다면 대규모 기업집단에 속한 자산운용사보다 오히려 트러스트자산운용의 영향력이 더 클 수 있다. 왜냐하면 기업집단 내에서는 여러 계열사가 외부 기업들과 맺고 있는 거래관계가 많고 복잡하기 때문에 그 기업집단에 속한 자산운용사도 그로 인한 이해관계에서 자유로울 수 없고, 그것이 결국 기관투자자로서의 적극적인 주주권 행사에 걸림돌로 작용하기 때문이다. 반면, 특정 기업집단에 소속되지 않은 독립 자산운용사인 트러스트자산운용은 복잡한 이해관계에서 자유로울 수 있고 이에 따라 기관투자자로서 본연의 선관의무를 다 할 수 있었다.

한편 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건에 대해 트러스트자산운용이 보여준 대응을 두고 시장의 반응은 긍정적이었다. (주)마이스터에 의해 한라건설 신주에 대한 주금납입(4월 16일 화요일)이 이루어진 주의 목요일에 (주)만도의 주가는 상장 이래 최저가(76,600원)를 기록하였다. 그러나 최저가 기록 이후 (주)만도의 주가는 지속적으로 반등

하여 2013년 9월경에 제3자 배정 유상증자 공시 직전 시점의 수준을 회복하였다. 기업의 가치는 장기적으로 판단해야 하기에 불과 몇 달 동안의 주가 움직임에 지나친 의미 부여를 하기에는 어려움이 있지만, 제한된 범위 내에서 해석을 하자면 (주)만도 주가의 반등에는 다음과 같은 설명이 가능하다.

첫째 그동안 우려되었던 유동성 유출이 현실화되고 역사적 최저가를 기록하자 심리적·기술적 반등이 뒤따랐다는 것이고, 둘째 주식소각과 계열사 임원들의 주식매입이 주가를 상승시키는 역할을 했다는 것이며, 셋째 트러스트자산운용이 주도한 주주행동주의에 의해 (주)만도의 지배구조가 개선되어 향후 기업가치 훼손의 재발 가능성이 낮아질 것이라는 시장의 평가가 있었다는 것이다.

본 연구에서는 이중 세 번째 설명이 (주)만도의 주가 반등에 대한 가장 본질적인 요인이라고 판단한다. 그 이유는 (주)만도의 사례와 같이 외부 주주를 대표하는 독립적인 사외이사가 선임된다면 이사회가 형해화되는 사태를 방지하여 경영진(또는 지배주주)에 의해 기업의 자원이 사적으로 유용되는 것을 막을 수 있기 때문이다.

요컨대 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 사태에 대해 트러스트자산운용이 취한 대응 방법은 기업지배구조의 개선에 그 목적을 두었기 때문에 가장 근원적인 처방을 내린 것이라고 여겨진다. 또한 기업가치의 회복 관점에서도 (주)만도 및 계열사의 임원진을 상대로 법적 소송에 돌입했을 경우보다 더 효과적이었다고 판단된다.⁸⁾ 실제로 (주)만도의 주가가 제3자 배정 유상증자가 자행된 이후 3개월여 만에 이전 수준으로 회복된 것이 그것을 방증한다. 이번 사례는 기관투자자들이 기업의 잘못된 경영관행에 대해 제동을 걸고 자신들이 투자한 자산의 가치를 보호한 성공적인 사례로 평가되며, 이러한 기관투자자들의 노력은 우리 상장기업과 자본시장의 건전한 발전에 기여할 수 있는 하나의 발판이 될 것으로 여겨진다.

V. 결론

대주주 또는 경영자의 전횡이 잦아지고, 일부 대규모 기업집단에서는 외부 주주의 동의 없이 특정 계열사의 자원을 기업집단 내 다른 계열사의 이익을 위하여 사용하는 사례가 적잖이 발생하고 있는 현실에서 이번 한라그룹의 제3자 배정 유상증자 건은 기업집단

8) 이번 사태에서 기관투자자가 취할 수 있는 주주권으로는 사외이사 선임 외에도 이사 해임 청구 및 대표소송이 있을 수 있다.

의 총수가 우량한 계열회사를 개인의 사금고처럼 동원한 것으로 해석된다. 이에 대해 국내 중소형 독립 자산운용사가 적극적으로 주주권을 행사한 것은 기업집단의 잘못된 경영 관행에 제동을 건 사례로서 의미가 있다고 판단된다.

기업의 경영진은 기업가치의 보존 및 제고를 통하여 주주, 투자자, 종업원 등 당해 기업의 이해관계자에 대한 선관주의 의무를 다하는 가장 합리적인 경영판단을 해야 하고, 필요한 경우 경영의사결정에 관해 주주들에게 적극적으로 설명을 할 필요가 있다. 이런 점에서 (주)만도의 경영진은 이번 제3자 배정 유상증자의 배경과 경위를 사전에 주주 및 이해관계자들에게 충분히 설명할 책임이 있었으나, 아쉽게도 이와 관련된 조치는 없었다. 심지어 이사회 개최 당일까지도 질의를 하는 기관투자자에게 잘못된 정보를 전달하였고, 이후에도 기업집단 전체를 살려야 한다고 강변하며 실상은 28% 대주주의 사익을 위하여 (주)만도의 나머지 72% 주주와 종업원의 이익을 희생시켰다. 이러한 점이 분노와 불신을 증폭시켜 이번 유상증자 건에 대하여 시장과 언론이 더욱 민감하게 반응하도록 만들었다. 아무쪼록 이번 사건을 통해 우리 상장기업의 경영진들은 투자자와의 신뢰관계가 얼마나 중요한지 인식할 필요가 있으며, 견고한 신뢰관계 구축을 통해 합리적인 경영을 하는 것이 장기적으로 기업과 자본시장의 발전에 도움이 된다는 점을 깨닫는 기회가 되었기를 기대해 본다.

한편 상장기업의 주요 주주인 기관투자자의 주주권 행사는 기업의 일반적인 경영에 대한 간섭이 아니라, 배임 및 횡령·일감 몰아주기·주식 헐값 매각·무리한 기업 인수·비합리적인 정관 변경·정당하지 못한 경영권 승계·부적격 임원 선임 등의 비합리적이고 비효율적인 경영의사결정 및 기업 부정 행위에 대해 주주로서 문제를 제기하고 해결방안을 제시하는 지극히 정상적인 권리 행사이다. 따라서 상장기업과 자본시장의 건전한 발전을 위해서는 기관투자자의 주주권 행사에 대한 인식 제고와 함께 주주권 행사를 활성화하기 위한 실질적인 뒷받침이 필요한데, 이 때 독립적인 제3의 전문기관을 육성하고 지원하는 방안도 고려해 볼 필요가 있다. 가령 의결권 행사와 관련하여 미국의 ISS(International Shareholder Services) 및 Glass Lewis & Co. 등과 같이 전문적으로 주주총회 안건을 분석하여 관련 정보 및 서비스를 제공해주는 기관을 국내에서도 전략적으로 육성할 필요가 있다. 또한 미국 캘리포니아 공무원퇴직연금(CalPERS, California Public Employees Retirement System)과 교직원퇴직연금(CalSTRS, California State Teachers' Retirement System)에서 공동 개발하여 운영하고 있는 이사 후보 추천 프로그램(Diverse Director DataSource, 3D)과 같은 시스템도 도입하여 운영한다면 국내 기관투자자의 주주권 행사에 많은 도움이 될 것으로 기대된다.

참고문헌

- 강윤식. 2011. 기관투자자의 의결권 행사와 주주총회 의안분석 기관. CGS Report. 1: 2-5.
- 강윤식, 국찬표. 2012. 사외이사의 독립성과 기업가치. 재무연구. 25(3): 451-498.
- 김상현. 2012. 기업지배구조가 잠재적 소송위험에 미치는 영향. 경영교육연구. 27(3): 279-299.
- 김종두. 2012. 건설업 경영자의 위험인식에 대한 연구. 경영교육연구. 27(1): 107-124.
- 김지혜, 이상욱. 2012. 기업 소유·지배과리도가 대리인 비용에 미치는 영향: 기업 자기자본비용을 중심으로. 경영교육연구. 27(2): 1-21.
- 신용준, 안상봉. 2012. 기업의 지배구조와 신용평가 관련성. 경영교육연구. 27(3): 421-440.
- 유재욱, 민대완. 2011. 한국가족기업의 지배구조와 성과 간의 관계: 환경역동성의 조절효과를 중심으로. 경영교육연구. 26(6): 43-64.
- Allen, F., A. Bernardo and I. Welch. 2001. A theory of dividends based on tax clientele. *Journal of Finance*. 55: 2499-2536.
- Anderson, R. and D. Reeb. 2003. Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*. 58: 1301-1328.
- Berle, A. and G. Means. 1932. *The modern corporation and private property*. Commerce Clearing House.
- Fama, E. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*. 88: 288-307.
- Friedman, E., S. Johnson and T. Mitton. 2003. Propping and tunneling. *Journal of Comparative Economics*. 31: 732-750.
- Kang, H., K. Park. and H. Jang. 2006. Determinants of family ownership: The choice between control and performance. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*. 35(6): 39-75.
- Jarrell, G., A., James, A. Brickley and J. Netter. 1988. The market for corporate control: The empirical evidence since 1980. *Journal of*

- Economic Perspectives*, 2: 49–68.
- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76: 323–339.
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305–360.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopes-de-Silanes and A. Shleifer. 2000. Tunneling. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90: 22–27.
- Kang, J. and A. Shivdasani, 1995. Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *Journal of Financial Economics*, 38: pp.29–58.
- McConnell, J. and H. Servaes. 1990. Additional evidence on corporate takeovers and management turnover. *Journal of Financial Economics*, 46: 451–477.
- Riyanto, Y. and L. Toolsema. 2008. Tunneling and propping: justification for pyramidal ownership. *Journal of Banking & Finance*, 32: 2178–2187.
- Scharfstein, D. 1988. The disciplinary role of takeovers. *Review of Economic Studies*, 55: 185–199.
- Shin, H. and Y. Park. 1999. Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean chaebols. *Journal of Corporate Finance*, 5: 169–191.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94: 461–488.
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52: 737–783.
- Strickland D. K. Wiles and M. Zenner. 1996. A requiem for the U.S.A. Is small shareholder monitoring effective?. *Journal of Financial Economics*, 40: 319–338.
- Williamson, O. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*. The Free Press.