

## 한국기업지배구조원

# 2019 주주총회 리뷰

## - 기관투자자의 주주관여 현황과 시사점

2019.4.24

사업본부 분석2팀 이수원 선임연구원(swlee@cgs.or.kr)

정한욱 연구원(jhwook@cgs.or.kr)

- ▶ 스투어드십 코드 활성화, 행동주의 펀드의 증가 등으로 기관투자자에 의한 주주관여가 활발히 이루어지는 가운데, 주주와 기업 사이에 있었던 주주관여를 정리함
- ▶ 기관투자자들은 주주서한 발송, 주주제안, 위임장 경쟁 등 다양한 방식으로 주주관여를 전개하고 있으며, 이러한 주주관여 활동은 향후 더욱 증가할 전망이다
- ▶ 특히, 이번 주주총회 시즌에 엘리엇이 현대자동차 그룹을 상대로 한 주주관여와 회사의 대응 과정은 건설적인 주주관여가 나아갈 방향을 제시하였다는 점에서 긍정적임
- ▶ 이러한 건설적인 주주관여가 이어진다면, 국내 자본시장의 발전에 기여할 수 있을 것이므로, 이를 지속적으로 장려할 필요가 있음

### 들어가며

- 2019년은 기관투자자의 스투어드십 활동이 본격화되고, 토종 주주행동주의 펀드가 등장하면서 **주주관여가 활성화될 것으로 전망되었음**
  - 주주관여(Shareholder Engagement)란 비공개대화, 주주서한, 주주제안, 위임장경쟁 등 회사와 주주 사이에서 행해지는 다양한 활동이라고 정의할 수 있음<sup>2)</sup>
- 한국기업지배구조원은 2018년 3월 정기 주주총회 집중개최 시기(이하 주주총회 시즌)이후 부터 2019년 주주총회 시즌까지 발생한 **주주관여를 유형별로 검토**하고, 이슈가 되었던 사례를 통해 **주주관여가 자본시장에 어떠한 변화**를 일으켰는지 살펴보고자 함

### 주주서한 - 기업과의 소통 증가

- 스투어드십 코드에 가입한 94개 기관투자자(2019년 3월 기준) 중 지분을 보유하고 있는 기업에 대해 **주주서한을 송부하고 이를 공개**한 사례가 확인됨

1) 2019 주주총회 프리뷰, 2019.2.12, 한국기업지배구조원

2) 주주관여와 관련하여, 상장 기업을 대상으로 하는 적극적 주주권 행사에 관한 실천 가이드(UN PRI), 주주활동(Shareholder Engagement)의 최근 동향과 한국형 스투어드십코드에의 시사점(안수현, 2018)을 참고할 것

- 2018년 4월부터 2019년 3월까지 주주서한을 송부하고 이를 공개한 기관투자자는 5사이며, 이들이 주주서한을 송부한 기업은 다음과 같음

**[표] 주주총회 시즌 전 기관투자자가 송부한 주주서한 명단<sup>3)</sup>**

기관투자자	주주서한 송부기업
KB자산운용	골프존, 광주신세계, 넥스트아이, 효성티앤씨
한국투자밸류자산운용	KISCO홀딩스, 넥센, 세방, 영원무역홀딩스
미래에셋자산운용	큐리언트, 태평양물산
메리츠자산운용	SK머티리얼즈, 오스템임플란트
국민연금공단	대한항공

- **주주서한의 내용은 주주회원 확대 외에도 기업의 다양한 이슈를 다루고 있으며, 주주서한을 받은 기업 중 적극적으로 대응에 나선 사례도 발견됨**
  - 메리츠자산운용은 가스누출사고가 발생한 SK머티리얼즈에 재발방지에 대한 계획 및 사고가 발생한 지역사회에 대한 보상 등의 내용을 담은 서면 질의서를 발송함<sup>4)</sup>
  - 미래에셋자산운용은 제3자 배정 유상증자를 실시한 큐리언트에 구체적인 해명을, 태평양물산에 재무구조 개선방안을 제안하였으며,<sup>5)</sup> 이에 대해 양 사는 회사가 직면한 상황 등을 정리하여 답변서를 제출함<sup>6)</sup>
  - KB자산운용은 골프존에 브랜드로열티율과 경영자문수수료(Inter Group Service, 이하 IGS) 인하와 주주회원 개선을 요구하는 주주서한을 송부하였고, 회사는 브랜드로열티율의 인하와 IGS의 대폭축소, 기말배당에 대한 정책을 공시함<sup>7)</sup>
- 주주서한은 일반적으로 비공개활동이 원활히 진행되지 않았을 때 취할 수 있는 **적극적인 유형의 주주참여 수단**이라는 점에서, 이 같은 주주서한 발송의 증가는 **국내 기관투자자의 주주참여가 과거에 비해 적극적으로 이루어지기 시작하였다는 반증임**

### 다양해지는 주주제안

- 유가증권시장에 상장된 기업 중 이번 주주총회 시즌에 **주주제안이 상정된 회사와 안건의 수는 각각 17사, 57건으로, 지난해(9사, 21건)에 비해 크게 증가하였으며, 상정된 안건의 유형도 다양해짐<sup>8)</sup>**
  - 과거에는 주로 배당 확대에 대한 제안이 주를 이루었던 반면, 올해는 사외이사 선임안건이 가장 많이 나타났고, 특히 사내이사 선임을 제안하는 경우도 3개 회사에서 8건이 발견됨<sup>9)</sup>

3) 기관투자자가 주주서한의 내용을 공개한 기업만을 대상으로 기입함

4) 수탁자 책임 활동 연례보고서, 2019.1, 메리츠자산운용

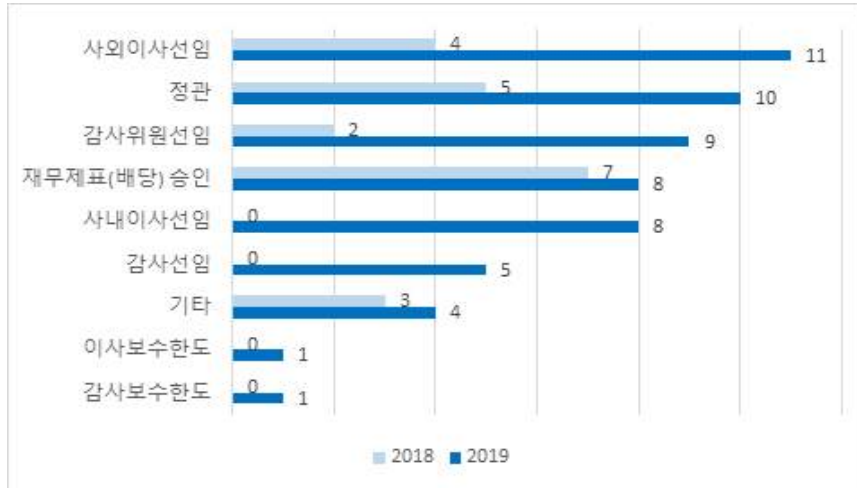
5) [주주참여활동] 큐리언트 유상증자결정(제3자배정) 관련, 2018.9.10, 미래에셋자산운용; [주주참여활동] 태평양물산 기업가치 개선 요구의 건, 2019.1.28, 미래에셋자산운용

6) [주주참여활동\_답변레터] 큐리언트 유상증자결정(제3자배정) 관련, 2018.9.13, 미래에셋자산운용; [주주참여활동\_답변레터] 태평양물산 기업가치 개선 관련, 2019.2.20, 미래에셋자산운용

7) 답변서: 골프존 (로열티 및 IGS비용 하향에 관한 답변), 2019.2.15, KB자산운용

8) 주주총회 개최 전에 철회된 안건까지 모두 포함함

[그림] 2018, 2019년 주주총회 시즌 주주제안 유형별 건수



- 주주제안의 유형이 다양해지고 안건 수가 증가하게 된 것은 **기관투자자에 의한 제안이 증가한 것과 무관하지 않음**
  - 지난 해 APG와 밸류파트너스자산운용(이하 밸류파트너스)만이 주주제안을 제시한 것에 비해, 이번 주주총회 시즌에는 국민연금과 밸류파트너스를 포함하여 6곳의 기관투자자가 주주제안을 제시하였고, 10) 주주제안 안건 수는 모두 35건으로, 전체 주주제안 안건 대비 61.4%를 차지함
  - 이는 기관투자자들이 한 기업에 다수의 주주제안 안건을 제시하거나, 동일한 기관투자자가 단일 안건이라도 다수의 기업에 상정한 것에 기인함
  - 국민연금을 제외한, 주주제안을 제시한 기관투자자들은 경영참여형 사모펀드(PEF) 및 해외기관임

[표] 자본시장법 개정안 신규조건 대비표

구분	현행		개정안
	전문투자형	경영참여형	일원화
지분보유 의무	해당없음	의결권 있는 주식 10% 이상 취득	규제 폐지
의결권 제한*1	보유주식 중 10% 초과분에 대한 의결권 행사 제한	해당없음	규제 폐지

\*1 : 자본시장법 개정안에는 일반 사모집합투자기구에 대한 의결권제한 규제 폐지에도 불구하고 상호출자제한기업집단의 계열회사인 일반 사모집합투자기구에 대해서는 현재와 동일하게 다른 회사의 지분 10% 초과 보유 시 초과 보유 지분 등에 대한 의결권 행사를 제한함

- 사모펀드 규제 완화를 골자로 하는 자본시장법 개정안<sup>11)</sup>이 국회에서 통과될 경우, **사모펀드 설립 장벽이 낮아짐에 따라, 이를 바탕으로 기관투자자의 주주제안은 보다 증가할 것으로 예상됨**

9) 사내이사 선임안건이 상정된 회사는 세화아이엠씨, 한솔홀딩스, 세이브존I&C임

10) 주주제안을 제시한 기관투자자는 밸류파트너스자산운용, 국민연금, KCGI, SC Asian Opportunity Fund, L.P., HoldCo Opportunities Fund II, L.P., 엘리엇매니지먼트임

11) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정안, 김병욱 외 14인, 2018.11.2.

- 자본시장법 개정안이 국회에서 통과되면, 1) 사모펀드의 분류가 경영권 참여 목적 투자 여부에서 투자자의 범위로 재분류되고, 2) 지분보유 의무 및 의결권 제한 규제가 축소됨에 따라, 기관투자자들은 현재보다 적은 투자자금으로 경영 참여가 가능한 사모펀드를 운용할 수 있게 됨

## 본래의 취지를 찾아가는 의결권 대리행사 권유공시

- 이번 주주총회 시즌에는 주주제안과 더불어 회사와 주주가 공시한 **의결권 대리행사 권유공시**(이하, 참고서류)의 수도 크게 증가함
  - 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 이번 주주총회 시즌에 회사가 공시한 참고서류를 조사한 결과 그 수는 411개로 지난해(337개)에 비해 다소 증가하였으며, 주주가 의결권 대리행사 권유를 위해 공시한 참고서류의 수는 19개로 지난 주주총회 시즌에 공시된 참고서류(7개)보다 크게 증가함
  - 이 중에서 주주제안 통과를 위해 의결권 대리행사를 권유하는 참고서류의 수는 13개로 집계됨
- 특히, 주주제안 없이도 **이사회가 제시한 안건에 대하여 주주가 반대투표 행사를 권유하는 참고서류**가 일부 발견됨
  - 벨류파트너스와 Dalton Investment LLC는 현대홈쇼핑에 주주제안을 하지 않았으나, 정관 변경의 건을 제외한 안건에 반대투표를 권고하는 취지의 참고서류를 공시함
  - 대한항공의 경우, 기관투자자가 참고서류를 공시하지 않았지만 참여연대, 민주사회를 위한 변호사모임 등 다수의 소액주주들이 이사회 제안에 반대하기 위해 참고서류를 공시함
- 한편, 상장기업이 **의결권 대리행사 권유 취지를 보다 구체적으로 공시한 사례가 증가한 점**은 주주들의 **내실 있는 의결권 행사를 돕는다는 측면에서 긍정적임**
  - 지난 주주총회 시즌까지 상장기업들은 주주제안 상정여부와 상관없이 ‘주주총회의 원활한 진행을 위한 의결 정족수 확보’라는 획일화된 사유로 참고서류를 공시하였지만, 이번 주주총회 시즌에는 주주제안이 상정된 회사 중에서 이사회가 제시한 안건이 주주제안보다 합리적인 사유를 구체적으로 공시한 기업 4곳<sup>12)</sup>이 발견됨
  - 또한, 주주제안 및 위임장 경쟁이 없었음에도 의결권 대리행사 권유 취지를 구체적으로 명시한 회사가 2곳임<sup>13)</sup>
- 이러한 변화를 통해, 참고서류가 ‘주주총회 정족수 확보’라는 수단을 넘어 **주주총회에서 건전한 표 대결을 위한 정보제공의 수단으로 발전될 수 있도록 기업과 주주가 노력을 기울여야 함**

12) 한솔홀딩스, 현대자동차, 현대모비스, 한진칼

13) 신일산업, 대호에이엘

## 행동주의 투자자와 상장기업의 정면승부-현대자동차 그룹 사례

- 엘리엇매니지먼트(이하 엘리엇)는 현대자동차와 현대모비스 각각에 주주제안을 제시하고 위임장 경쟁을 진행함
  - 엘리엇은 현대자동차와 현대모비스에 재무제표(배당) 승인의 건, 정관변경, 사외이사 및 감사위원회 선임 안건을 주주제안으로 상정함
  
- 이 과정에서 엘리엇은 주주총회 개최 전까지 다른 주주들을 설득하기 위해 **다양한 주주 관여를 진행함**
  - 엘리엇은 재무제표(배당) 승인의 건을 제안하기에 앞서, 외부기관의 보고서<sup>14)</sup>를 통해 구체적인 수치를 제시하여 현대자동차 및 현대모비스의 자본구조와 현금흐름 배분이 가진 문제를 지적함
  - 또한, 엘리엇이 양 사에 제안한 사외이사 및 감사위원 후보들은 1) 주주제안자인 엘리엇과 직접적인 이해관계가 있는 후보를 제안함으로써 다른 투자자들에게 설득력을 높였으며, 2) 각 후보가 현대자동차 또는 현대모비스의 가치증대에 어떻게 기여할 수 있는지를 서면 및 동영상 자료를 통해 보여줌으로써 투자자들에게 보다 많은 정보를 제공함<sup>15)</sup>
  
- 한편, **현대자동차와 현대모비스는 엘리엇의 주주제안에 대응하여 회사 안을 가결시키기 위한 여러 노력을 기울임**
  - 양 사는 엘리엇이 제시한 이사회 내 위원회를 명문화 하는 정관 변경의 건을 수용하였고, 이는 회사가 주주의 의견을 반영하여 지배구조 개선에 나섰다는 점에서 긍정적인 변화로 판단됨
  - 재무제표(배당) 승인 안건의 경우, 양 사는 1) 엘리엇이 지적한 자본구조에 대하여 회사가 일정수준의 유동성을 확보해야 할 사유를 재무적 상황, 동종업계 기업 간 비교 등을 통해 구체적으로 제시하고, 2) 엘리엇이 제시한 배당 안에 대응하기 위해 장기적인 주주 환원정책을 구체적으로 공시함으로써 주주들에게 보다 많은 정보를 바탕으로 설득에 나섬
  - 사외이사 및 감사위원 선임 안건의 경우, 양 사는 엘리엇이 제시한 주주제안 후보를 일방적으로 반대하기 보다는, 주주제안 후보자들이 가지는 다양성 등을 인정하면서도 회사가 제시한 후보들이 회사의 기업가치 증대에 보다 적합한 후보라는 것을 완곡하게 표현함
  
- 비록 보상위원회와 내부거래위원회를 정관에 명문화 하는 정관 변경 안건을 제외한 주주 제안은 모두 부결되었으나, 현대자동차와 현대모비스의 정기주주총회는 **다양한 유형의 주주 관여가 나타남과 동시에 회사와 엘리엇 모두 주주들이 의결권을 행사하는 데 필요한 정보를 풍부하게 제공하였다**는 점에서 **건설적인 주주총회의 모습**을 보여줌

14) 현대자동차그룹 분석 - 조사 결과 요약, 2018.10.29, Conway Mackenzie

15) 주주를 위한 정보 - 후보자, <https://www.acceleratehyundai.com>

## 시사점

- 2018년 2분기부터 2019년 1분기까지 진행된 주주관여를 살펴본 결과, 스투어드십 코드 도입 이후 기관투자자의 주주관여 활동이 증가하였으며, 이를 통해 기관투자자는 ‘거수기’라는 오명에서 벗어나는 계기가 될 것으로 판단됨
  - 스투어드십 코드에 가입한 기관투자자들은 주주서한을 통한 기업과의 소통이 증가하였으며, 사모 펀드를 운용하는 기관투자자들은 주주제안과 참고서류를 통한 위임장 경쟁이 보다 증가함
  - 한편, 기업들도 이러한 흐름에 맞춰 주주서한에 성실히 답변하고, 합리적인 근거를 통해 주주를 설득하는 모습을 보이는 등 성숙한 모습을 보여줌
  
- 이러한 건설적인 주주관여는 기업과의 소통 증대 및 긍정적인 기업의 변화를 도출한다는 점에서 보다 장려되어야 할 것으로 판단됨
  - 향후 자본시장법의 개정과 스투어드십 코드 가입 확대 등 시장 환경이 주주관여가 확산될 수 있도록 변화하고 있으므로, 자본시장이 한층 발전할 수 있을 것으로 전망됨



본 자료는 한국기업지배구조원의 의안분석 서비스와 관련하여 자본시장 전반에 정보를 전달하기 위한 목적으로 작성되었습니다. 이 자료의 내용은 한국기업지배구조원이 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바랍니다. 한국기업지배구조원은 본 자료의 내용과 관련하여 발생 가능한 어떠한 손해 또는 손실에 대해 민·형사 책임을 포함한 모든 법적 책임을 지지 않음을 알려드립니다.