Governance Watch

KCGS 한국기업지배구조원

카카오 (035720)

Year	2016	2017	2018
최근 3년간 지배구조등급 추이	B	B+	B+

2019. 5. 17

사업본부 책임투자파트
박성식 연구원
sspark0716@cgs.or.kr

Corporate Governance Review

Metrics	Risk	Key Issues
1. 소유구조	Low	- 카카오뱅크 대주주적격성 심사 장기화
2. 주주환원	Moderate	- 배당성향 저조, 향후 배당 확대 여력은 낮은 편
3. 내부거래	Low	- 일감몰아주기 위험성 낮은 편
4. 이사회	Moderately High	- **사외이사 독립성, 감사위원회 개최 실적 저조, 외부감사인 독립성 저해 요인 존재**
5. 보상	Low	- 경영진 성과 평가 근거 공시, 성과-보수 연동성 확인

Comment

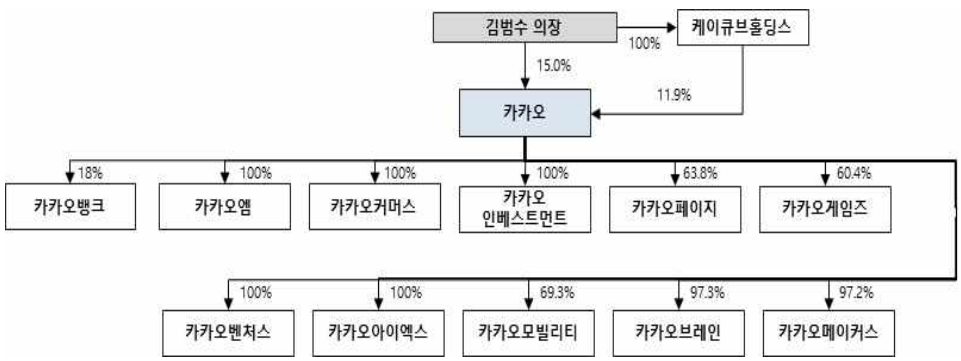
카카오는 그룹 내 유일한 상장회사이자 최상위 지배회사로서 주요 계열회사를 자회사로 거느림. 최근 인수합병, 분할로 그룹 지분구조 변동이 활발하고, 자산규모가 10조원을 초과하여 상호출자제한기업집단으로 지정되었으나 그룹 지분구조가 복잡하지 않아 소유구조와 관련된 부정적인 이슈는 없음. 카카오가 카카오뱅크의 지분 확대를 추진하는 과정에서 금융위의 대주주 적격성 심사가 장기화되고 있으나 심사 반려 위험성이 높은 것으로 판단되지는 않음

이사회는 사내이사 3인, 사외이사 4인, 총 7인이며, KCGS는 이 중 사외이사 2인의 독립성이 훼손된 것으로 판단함. 감사위원회는 연 2회 개최되었는데, 회사의 분반기 재무제표 감사를 위해 보다 적극적인 활동이 요구됨. 또한 외부감사인에 대한 비감사용역비가 감사용역비를 1.7배가량 초과하는 점은 외부감사인의 독립성을 저해하는 요소로써 개선이 필요함

Monitoring Issues

▷ (이사회) 사외이사 독립성, 감사위원회의 분반기 회계 감사 및 외부감사인 독립성 관리 강화

〈그림〉 카카오 그룹 주요 계열사 소유구조



자료: DART, KCGS

1. 소유구조

김범수 의장, 직접 보유 지분과 케이큐브홀딩스를 통해 26.9% 지분 보유

2019년 3월말 기준으로 최대주주인 김범수 의장은 15.0% 지분을 직접 보유하고 있으며, 개인소유회사인 케이큐브홀딩스를 통해 11.9%의 지분을 간접적으로 보유하고 있다. 기타 특수관계인의 지분율은 2.0%이며 자기주식 비중은 5.1%이다. 기타 5%이상 주요주주로는 국민연금공단과 MAXIMO PTE. LTD.가 있다. 텐센트 계열사인 MAXIMO PTE. LTD.는 2012년부터 카카오에 투자하였으며 텐센트 계열사 임원인 피아오얀리 텐센트 게임 부사장이 카카오 사외이사로 재직 중이다.

케이큐브홀딩스는 옥상옥 지분구조를 보이고 있는데 카카오로부터의 배당금(14.7억원)을 제외한 계열사 대상 내부거래 내역은 나타나지 않아 통상적인 옥상옥구조에서 나타나는 일감몰아주기 위험성은 높지 않은 것으로 판단된다.

〈표〉 카카오 최대주주 및 특수관계인, 5%이상 주요주주 주식소유 현황(2019년 3월 말 기준)

성 명	관 계	주식의 종류	주식수(주)	지분율(%)
김범수	본인	보통주	12,514,461	15.0
케이큐브홀딩스	특수관계인	보통주	9,949,467	11.9
특수관계인 18인	특수관계인	보통주	1,625,631	1.9
최대주주 및 특수관계인 계			24,089,559	28.8
국민연금공단	5%이상 주주	보통주	6,010,705	7.2
MAXIMO PTE. LTD.	5%이상 주주	보통주	5,599,849	6.7

인수합병 및 분사로 지분구조 변동 활발

카카오는 신사업 진출, 사업구조 개편을 위하여 인수합병, 자회사 설립 및 분사를 적극적으로 추진하고 있다. 최근 3년간 카카오는 카카오엠 흡수합병·분할, 카카오브레인, 카카오페이, 카카오모빌리티, 카카오게임, 카카오커머스의 분사 및 영업부문 현물출자를 통해 각 사업부문별로 독립적인 경영체계를 구축하였다.

카카오는 인수합병, 분사 과정에서 카카오-자회사로 이어지는 단순한 지분구조를 형성하여 소유-지배의 괴리로 인한 지배주주-일반주주간 이해상충 문제가 발생할 위험성은 낮다. 또한 최근 상호출자제한기업집단으로 지정되었으나 제재 대상이 될 만한 계열사 간 출자 구조는 없다.

〈표〉 최근 3년 카카오 인수합병 및 분사, 현물출자 내역

시기	내용
2016.3.	카카오엠(당시 로엔엔터테인먼트) 지분 인수
2017.2.	카카오브레인 설립
2017.4.	카카오페이 설립
2017.8.	카카오모빌리티 설립
2017.11.	카카오게임사업부문 카카오게임즈와 통합
2018.4.	카카오페이지(구.포도트리)로 카카오페이지 사업부문 현물출자
2018.9.	카카오엠 흡수합병
2018.11.	新카카오엠으로 카카오의 영상/음악 콘텐츠 사업 일부 현물출자
2018.12.	카카오의 커머스 사업부문 물적분할, 카카오커머스 설립

카카오뱅크 대주주 적격성 심사 장기화, 반려 위험성은 낮은 편

카카오뱅크의 BIS기준 자기자본비율은 작년 2분기 16.85% 수준이었으나 4분기에는 시중은행 평균인 15.94%를 하회하는 13.85%로 감소하였다. 이에 따라 유상증자를 통한 자본 확보가 필요한 상황이며, 카카오는 유상증자를 통해 카카오뱅크의 최대주주가 될 예정이다. 이에 카카오는 카카오뱅크 지분을 추가로 확보하기 위해 금융위에 승인을 신청하였으나, 대주주 적격성 심사가 장기화되고 있다. 이는 과거 공정거래법 위반[1]으로 벌금 1억원의 약식 명령을 받아 2심 소송이 진행 중인 김 의장의 대주주 적격성 심사대상 포함 여부가 현행법 규정 상으로는 불명확하기 때문이다.

2019년 4월 말 금융위는 법제처에 김 의장의 심사 여부에 대한 유권해석을 요청했으며, 향후 법제처가 김 의장을 포함하는 것으로 결론내리면 금융위는 김 의장의 공정거래법 위반 혐의에 대한 대법원의 최종판결을 기다리거나 위반 자체의 경중을 따져 대주주 적격성 심사를 진행하게 된다. 최근 서울지방법원이 최근 1심에서 김 의장의 무죄를 선고한 상황을 고려하면 김 의장이 대주주 적격성 심사 대상이 되어도 심사는 승인될 가능성이 높은 것으로 보이나, 법제처 유권해석과 대법원 판결에는 어느 정도 시일이 소요될 것으로 판단된다.

2. 주주환원

주주환원 규모는 낮은 수준, 현금 배당 확대 여력에는 한계 존재

지난 5년간 회사의 배당금 총액은 약 100억원 수준을 유지하고 있으며 배당성향은 평균 13.5%, 배당수익률은 0.14%를 기록하여 최근 사업연도 자산규모가 유사한 동종 산업(5천억원 이상, IT)의 평균 배당성향(21.3%)과 배당수익률(0.96%)을 하회한다.

〈표〉 카카오 주요 재무지표 및 주주환원 성향

구분	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액(억원)	2,108	4,989	9,322	14,642	19,723	24,170
영업이익(억원)	659	1,764	886	1,161	1,654	729
(영업이익률 (%))	31.2	35.4	9.5	7.9	8.4	3.0
지배주주순이익(억원)	614	1,501	757	577	1,086	479
별도당기순이익(억원)	556	1,603	729	381	2,176	902
ROE(%)	17.6	11.4	3.1	2.1	3.1	0.3
ROIC(%)	52.1	17.6	3.5	2.8	4.0	0.3
배당금(억원)	149.9	100.3	100.4	100.1	100.5	100.5
DPS(원)	1,133	173	167	148	148	127
연결배당성향(%)	24.4	6.7	13.3	17.4	9.3	21.0
별도배당성향(%)	22.7	6.3	13.8	26.2	4.6	11.1
배당수익률(%)	1.4	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
영업활동현금흐름(억원)	705	2,203	1,622	3,173	3,719	4,915
CAPEX(억원)	-1,467	18,872	2,642	20,261	1,034	3,545
(% 매출액)	18.6%	5.1%	3.8%	5.9%	3.1%	3.2%
순현금(억원)	1,285	6,402	5,553	-1,132	9,039	17,514
(% 총자산)	59.2%	23.1%	17.4%	-2.1%	14.2%	22.0%
차입부채(억원)	0	3	2,218	9,999	7,952	6,545
부채비율(%)	22.5	12.4	23.3	48.1	42.3	41.5

자료: Dataguide, KCGS

1) 2016년 대규모기업집단 공시자료 제출 시 계열회사 5개사를 누락하였으며, 검찰은 이를 미필적 고의로 보아 김 의장을 기소함

회사는 사업 분야를 확대하면서 매출 규모가 급격히 성장 중이나 신사업 투자의 수익 실현이 본격화되지 않은 상황이다. 아울러 2018년 중 회사는 유상증자를 실시하여 약 1.05조원의 현금이 유입되었으나 회사의 투자활동현금흐름은 -1.46조원이며 이 중 종속기업 및 조인트벤처투자, 매도가능금융자산매입 및 현물출자로 인한 현금유출이 65.4%가량인 9,160억원에 달하는 등 투자활동을 활발히 전개하고 있다. 또한 회사는 카카오뱅크의 자기자본비율 강화와 지분 확대를 위한 유상증자에도 참여할 예정으로 향후 투자 지출이 발생할 것으로 예상된다. 이러한 회사의 상황을 고려하면 현금배당 확대 여력은 제한적인 것으로 판단된다.

3. 내부거래

일감몰아주기 위험성은 낮은 수준

회사는 계열사에 플랫폼, 인프라제공 서비스 매출을 올리고, 운영 대행, 상품 및 결제서비스 등을 매입하고 있다. 거래 대상은 카카오페이지, 카카오페이, 카카오아이엑스 등 종속회사이며, 2017년 말 기준 계열사 대상 매입거래액은 총 499.6억원으로 별도기준 매출액 9,787억원의 5.1%에 해당하여 높은 수준으로 보기 어렵다.

통상 일감몰아주기 문제는 회사가 지배주주의 경제적 이해관계가 높은 계열사로부터 매입거래를 하는 경우 발생하는데, 김 의장은 케이큐브홀딩스와 카카오 외에는 계열사 지분을 보유하고 있지 않아 카카오와 케이큐브홀딩스에 대한 경제적 이해관계가 여타 계열사에 비해 높다. 그러므로 김 의장이 카카오가 계열회사에 유리한 조건으로 내부거래를 수행하도록 하여 카카오의 주주가치를 훼손할 유인은 없다. 또한 카카오 등기임원과 그 친인척, 계열사 등기임원이 보유한 15개 회사[2]와 카카오 간 거래 내역은 없다.

〈표〉 카카오 주요 계열사 매출·매입거래 현황

구분	계열회사	동일인 측 지분율	지배주주 현금흐름권	내부거래	
				매출(백만원)	매입(백만원)
당해회사	카카오	26.9%[1]	31.7%		
상위회사	케이큐브홀딩스	100%	100%	-	-
종속회사	카카오아이엑스	0.0%	31.7%	1,312	4,647
	디케이서비스	0.0%	31.7%	-	4,263
	디케이비즈니스	0.0%	31.7%	-	3,449
	디케이테크인	0.0%	31.7%	-	2,968
	이미지온	0.0%	31.7%	-	1,510
	카카오메이커스	0.0%	30.8%	940	-
	카카오엠	0.0%	24.2%	2,138	580
	카카오모빌리티	0.0%	22.0%	3,082	55
	탱그램디자인연구소	0.0%	21.6%	-	111
	카카오페이	0.0%	19.3%	1,061	6,424
	포도트리 (카카오페이지)	0.0%	18.0%	9,271	7,402
	카카오게임즈	0.0%	3.3%	7,319	17,701

1) 김범수 의장 및 케이큐브홀딩스 지분
자료: 카카오 대규모기업집단현황 공시(2017년 기준), KCGS

2) 공정거래위원회 대규모기업집단 공시자료(2017년)

4. 이사회

여민수, 조수용 공동대표체제

카카오는 설립 당시부터 전문경영인 체제를 유지하고 있으며, 창업주인 김 의장은 이사회 의장으로 재직하고 있다. 2018년 3월부터는 과거 김 의장과 함께 NHN에서 근무한 이력이 있는 여민수 광고사업부문 총괄 부사장, 조수용 브랜드 디자인 총괄 부사장이 공동대표로 선임되었다. 여민수 대표는 카카오페이, 모빌리티, 인공지능(AI) 등 신 사업의 수익화에 속도를 내면서 콘텐츠 지식재산권을 바탕으로 카카오 글로벌 매출 확대를 목표로 하고 있으며, 조수용 대표이사는 글로벌 진출 가속화를 위해 카카오의 브랜드 가치를 끌어올리며 카카오를 만능 생활 플랫폼으로 만들고자 하는 비전을 현실화하는 과제를 안고 있다.

현재 이사회는 사내이사 3인, 사외이사 4인 총 7인(사외이사 비중 57.1%)으로 구성되어있다. 이사회 내 위원회로 감사위원회, 이사후보추천위원회와 보상위원회가 있으며, 이사 선임의 건, 이사 및 임직원 보수 책정의 건 의결을 위해 3월 초 연1회 개최되었다. 두 위원회에 최대주주인 김 의장이 참여하고 있는 점은 위원회 독립성을 약화시키는 요소로 판단된다.

감사위원회의 적극적인 회계감사 수행, 외부감사인 독립성 저해 요인 개선 필요

감사위원회는 2018년 중 재무제표 감사 및 내부회계관리규정 개정을 위해 단 2회 개최되어 보다 적극적인 감사위원회 활동이 요구된다. 이와 관련하여 기업지배구조 모범규준에서는 상장회사 내 감사위원회는 분기별로 1회 이상 개최하여 분반기 회계 감사를 수행하는 것이 바람직한 것으로 권고하고 있다.

추가로 회사의 외부감사인인 삼일회계법인에 대한 세무조정 및 기타자문 등 비감사용역비는 9.7억원으로 감사용역비 5.7억원을 약 1.7배 초과하는데, 통상적으로 감사용역비를 초과하는 수준의 비감사용역비는 외부감사인의 독립성을 저해하여 외부감사의 신뢰성과 독립성을 저해하는 요소이므로 개선할 필요가 있다. 아울러 기타자문의 상세한 내역이 공개되지 않아 주주는 해당 자문이 꼭 필요한 자문인지 여부를 확인하기 어렵다.

〈표〉 카카오 이사회 구성

구분	성명	성별	출생년월	직위 및 담당업무	주요 경력	재직 기간	이사회 내 위원회*		
							AUDIT	NOM	COM
사내 이사	여민수	남	1969.1	대표이사	카카오 광고사업부문 총괄 부사장 NHN eBiz 부문장	1년			
	조수용	남	1974.01	대표이사	카카오 브랜드 디자인 총괄 부사장 NHN 마케팅, 디자인 총괄 부문장	1년			
	김범수	남	1966.03	이사회의장	NHN 공동대표이사 네이버컴 공동대표이사	12년		○	○
사외 이사	조민식	남	1966.08	사외이사 감사위원장	이상기술투자 대표펀드매니저 전 삼정KPMG FAS 본부장	5년	◎	○	○
	최재홍	남	1962.08	사외이사 감사위원	강릉원주대학교 전산학과 교수	5년	○	◎	
	피아오 얀리	여	1980.12	사외이사	넷마블 주식회사 기타비상무이사 텐센트게임즈 부사장	7년			
	조규진	남	1973.09	사외이사 감사위원	서울대학교 공과대학 부교수	2년	○		◎

(*) AUDIT=감사위원회, NOM=이사후보추천위원회, COM=보상위원회, ◎=위원장
(**) 회색 음영으로 표시된 이사는 선임 시 KCGS가 반대한 이력이 있으며, 현재까지도 반대 사유가 유효한 이사임

자료: 카카오 사업보고서(2018년), KCGS

사외이사 독립성 저조

KCGS는 현직 사외이사 4인 중 2인의 독립성이 저조한 것으로 판단하여 정기주주총회에서 반대 권고한 바 있다.

- 조민식 사외이사: 카카오 계열사인 탱그램팩토리에 지분을 투자한 이상네트웍스의 계열사 이상기술투자의 대표펀드매니저로 재직하여 간접적인 이해관계 존재
- 피아오얀리 사외이사: 계열사인 회사 지분을 6.7%보유하고 파트너십 관계를 유지하고 있는 텐센트그룹 계열사인 텐센트게임즈의 부사장으로 협력 관계에 있는 법인의 특수관계인에 해당

5. 보상

사내이사 개별 성과보너스 책정 근거 공시, 이사보수 지급액-재무성과 간 연동성 관측

2018년 카카오는 여민수, 조수용 대표이사에 각각 3.15억원, 2.51억원의 상여금을 지급하였으며, 상여금은 성과보너스와 직책수당으로 구성되어있다. 회사는 2017 사업연도에 대한 성과평가를 통해 2018년도 성과보너스를 지급하였는데, 여민수(광고사업부문), 조수용(브랜드디자인부문) 대표이사가 맡은 역할에 따라 각기 다른 성과평가 기준에 근거하여 성과급이 지급되었단 점, 해당 내용이 공시되어 투자자들이 성과평가 체계를 파악 가능한 점은 긍정적으로 평가된다. 다만, 상여금 중 성과보너스 및 직책수당의 비중과 성과보너스-성과평가 결과 간 관계는 공시되지 않아 성과보너스 비중은 구체적으로 알 수 없다는 한계가 있다.

〈표〉 카카오 사내이사 보수 지급 현황

구분	급여 (백만원)	상여금 (백만원)	2018 상여금 책정 내용
여민수 대표이사	275	315	보너스 지급: 2017 조직/개인 성과평가 결과에 대한 보너스 ①신규플랫폼 출시 및 신규광고주 확대 ②브랜드광고주 영입을 통한 카카오 매출기여 고려 직책수당 지급: 대표이사 직책 역할범위 및 중요도 반영
조수용 대표이사	586	251	보너스 지급: 2017 조직/개인 성과평가 결과에 대한 보너스 ①카카오와 카카오공동체 브랜드 통합 관리 ②효율적인 마케팅을 통한 카카오 브랜드 가치 제고 직책수당 지급: 대표이사 직책 역할범위 및 중요도 반영
김범수 의장	358	193	직책수당 지급: 의장 직책의 역할범위와 중요도 반영

자료: DART

이사보수한도 총액은 다음-카카오 합병 이후인 2015년 24억원에서 80억원으로 증액되었으나 이사에 대한 보수 수준은 종전과 유사한 수준을 유지하여 보수한도 증액 이후 4년간 실지급률은 평균 41.5%를 기록하고 있다.

한편, 지난 10년간 카카오의 사내이사 1인당 보수지급액은 같은 시기 영업이익, 시가총액증가율, 총자산증가율과 양의 상관관계(0.4 이상)를 보이고 있어 경영진 보상과 회사의 재무성과 지표 간 연계성이 확인된다.

〈표〉 성과지표와 사내이사 1인당 이사보수 실지급액 간 상관관계

구분	2018	2017	2016	상관계수[1)]
사내이사 1인당 보수액	691	282	447	
매출액(억원)	24,170	19,723	14,642	-0.192
영업이익(억원)	729	1,654	1,161	**0.434**
ROE(%)	0.27	2.41	1.56	-0.036
시가총액증가율(%)	-7.68	78.69	-25.19	**0.895**
매출액증가율(%)	22.55	0.35	0.57	0.076
총자산증가율(%)	25.59	15.78	72.00	**0.939**
EPS(원)	615	1,601	874	0.276

1) 2009년부터 2018년까지 10년간 성과지표와 보수지급액의 상관관계
2) 실지급률은 사내이사 1인당 보수한도 대비 사내이사 1인당 보수지급액
자료: DART

주식매수선택권과 기업의 중장기 성과 연계

회사는 2017년 3월 2일부터 2018년 10월까지 5회에 걸쳐 등기임원을 포함, 총 774명의 임직원에게 1,911,500주(발행주식총수 대비 2.3%)의 주식매수선택권을 부여하였다. 회사가 임직원에게 부여한 주식매수선택권은 회사의 중장기 기업가치 상승과 연동되어 있는 것으로 파악된다. 회사는 주식매수선택권 행사가능 기간을 2개로 구분하여 부여 후 3년 내에 행사 가능한 물량을 제한하고 있으며, 행사가능기간 동안 산정한 평균주가가 행사가격의 150%이상을 기록한 경우에만 행사가능하도록 하고 있어, 임직원이 회사의 중장기 성과를 높일 유인을 제공하고 있다.

〈표〉 임직원 부여 스톡옵션 내용

부여수량 (잔여수량)	부여 인원	세부 조건
1,911,500주 (1,807,500주)	774명	**① 행사기간 구분** -부여 후 2년 ~ 7년(만기): 부여 수량의 50% 행사 가능 -부여 후 3년 ~ 7년(만기): 부여 수량의 100% 행사 가능 **② 행사가격 관련 요건** -행사가능 기간 동안 행사가능일 또는 이후 매월 말일 기준 산정 평균주가가 행사가격의 150%이상을 기록한 경우에만 행사 가능 -평균주가가 행사가격의 200%이상을 기록하는 경우 2년 후 전량 행사 가능

주1) 회사는 여민수 대표에 100,000주, 조수용 대표에 120,000주의 주식매수선택권을 부여함
자료: DART

※ 이 보고서는 기관투자자의 책임투자 이행을 돕기 위한 목적으로 작성되었습니다. 한국기업지배구조원의 책임투자 지원 서비스 분석자료 일체에 대한 면책약관은 아래 링크를 참조하시기 바랍니다.
- 한국기업지배구조원 홈페이지(면책고지): www.cgs.or.kr/etc/disclaimer.jsp