

KCGS Report

제9권 10호 | 2019. 10.

● ESG 동향

- PEF 인수기업의 지배구조 변화 사례 2
- “착한 기업”, 정말 수익률이 낮을까? 10
- 기업의 사회적 책임 수준에 따른 공매도 거래 차이 분석 15
- 금융회사의 사외이사 선임사유 검토 21

● Global News

- 베트남 증권위원회 기업지배구조 모범규준 제정 29
- 주주행동주의의 최근 동향 31

PEF 인수기업의 지배구조 변화 사례

송은해 선임연구원 (ehsong@cgs.or.kr)

- ▶ PEF는 인수 회사의 가치를 높일 강한 인센티브를 지니므로, PEF의 경영권 인수는 경영개선과 지배구조 개선이 동시에 이루어지는 계기가 될 가능성이 있음
- ▶ 대규모기업집단 소속 계열회사였다가 PEF로 매각된 3개 회사의 사례를 살펴본 결과, 각 회사의 상황에 따라서 소유-지배 괴리의 축소, 내부거래 리스크 감소, 주주환원 확대 등의 개선효과가 나타남을 확인함

도입

- 사모투자펀드(Private Equity Fund, 이하 PEF)는 주로 구조조정과 경영 효율성 개선을 통해 피인수 기업의 가치를 높인 뒤 지분을 재매각함으로써 차익을 실현하는 사업모델을 지님
 - 국내 상장기업의 지배구조 리스크는 대체로 지배주주와 일반주주의 이해가 일치하지 않아 발생하는데, 특히 기업집단 내에서는 지배주주가 특정 계열사의 가치 상승보다 그룹 전체의 외형 확장을 우선시하는 등의 이해상충이 흔히 발생함
 - 반면 PEF는 인수한 회사의 가치 향상에 대하여 강한 인센티브를 지니므로, 지배주주와 일반주주의 이해가 일치하게 된다는 점에서 기업지배구조 개선 효과를 기대할 수 있음
 - de Fontenay (2019)는 PEF가 인수기업의 경영 효율성을 향상시키는 과정에서 지배구조 개선이 수반되며, 주로 경영진 감시역량 및 활동 개선과 보상체계 개선의 방법으로 이루어진다고 지적하고 있음¹⁾
- 이 글에서는 상장회사가 PEF에 인수된 후 지배구조가 개선될 수 있는 구체적인 경로가 무엇인지 검토하고, 국내 기업들의 실제 사례를 살펴보고자 함
 - 2019년도 KCGS 지배구조평가 대상인 국내 상장기업이면서, 과거 기업집단 소속회사였다가 PEF로 매각되었다는 공통점이 있는 동부건설, 웅진코웨이, HSD엔진(舊 두산엔진) 3개 회사를 사례분석 대상으로 선정함

1) Elisabeth de Fontenay (2019), "Private equity's governance advantage: A Requiem", 『Boston University Law Review』, Vol. 99, pp. 1095-1122.

- 동부건설은 2016년 키스톤에코프라임 PEF에 인수되었고, 웅진코웨이는 2013년 MBK 파트너스에 매각되었다가 2019년 웅진그룹에서 재인수하였으며, HSD엔진은 2018년 두산그룹으로부터 분리되어 소시어스-웰투시 컨소시엄 PEF로 매각된 사례임

PEF 인수기업의 지배구조 개선 요인

- PEF의 경영권 인수 전후 발생할 수 있는 지배구조의 변화는 다음과 같음
 - (소유구조 변화) 기업집단 지분구조 상 하단에 위치해 지배주주의 지배력(의결권) 대비 현금흐름권(배당권)이 낮은 기업이 PEF에 인수되는 경우, 소유-지배 괴리가 축소됨
 - (주주환원) 경영정상화 및 재무구조 개선이 순조롭게 이루어진다면 배당 재원을 확충할 수 있으며, PEF는 펀드의 수익성 향상을 위해 고배당 정책을 펼치는 경우가 많으므로 일반 주주 입장에서 주주환원 확대를 기대할 수 있음
 - 다만 수익성 향상을 목적으로 과도한 배당을 실시할 가능성도 있으므로 회사의 배당수준이 장기 성장전략과 투자계획 등에 비추어 합리적인지 검토할 필요가 있음
 - (내부거래) 계열사 간 내부거래에서 일감몰아주기 지원 주체가 될 가능성이 높은 회사가 PEF에 인수된다면 내부거래 리스크가 해소되는 효과가 있음
 - 지배주주의 현금흐름권이 낮은 회사(A)가 현금흐름권이 높은 회사(B)로부터 상품 및 용역을 매입하는 거래는 구조적 이해상충으로 인해 A에서 B로 부의 이전이 발생할 리스크가 높으나, A와 같은 회사가 PEF에 인수되어 기존 기업집단으로부터 분리된다면 리스크 해소를 기대할 수 있음
 - (계열사 지원) 기업집단이 유동성 위기를 겪으면서 모회사의 재무구조 개선 목적으로 현금창출력이 우수한 자회사를 PEF에 매각하는 경우, 매각되는 회사 입장에서는 기존 계열사들의 신용위험 전이 가능성이 차단되고 부실계열사 지원 목적의 회사지원 유용 리스크가 해소된다는 점에서 긍정적임
 - (계열사 출자) 기업집단 소속 회사는 사업적 시너지가 없는 계열사 주식을 비영업자산으로 보유하는 사례가 많은데, PEF 인수 후 자산 효율화 과정에서 해당 주식을 매각하고 유입된 현금을 재무구조 개선 또는 성장을 위한 투자에 활용한다면 긍정적 평가가 가능함
 - (이사회) 통상적으로 경영권 변동은 이사회 구성원의 대대적인 변화를 초래하므로, 이사회 구성 및 운영과 관련된 변화에 대한 검토가 필요함
 - 특히 경영 개선에 필요한 역량과 경험을 갖춘 전문가가 이사회에 참여하는지, 경영진의 보수정책이 주주의 이해와 일치하도록 설계되는지 여부에 주목할 필요가 있음

사례 1: 동부건설

- 동부건설은 과거 동부그룹(現 DB그룹)의 주력 계열사였으나, 유동성 위기로 2015년 회생절차를 개시하였고 2016년 키스톤에코프라임 PEF에 인수됨
 - 회생절차 돌입 전 주주구성은 창업자인 김준기 전 동부그룹 회장 23.95%, 계열회사인 동부씨엔아이(現 DB) 15.55% 등 최대주주 및 특수관계인이 46.5%를 보유하고 있음
 - 과거 동부제철 전기로 사업 등에 무리하게 투자했다가 유동성 위기를 겪은 동부그룹은 2014년 자구안을 발표했으나, 계열사들이 동반 부실화된 결과 동부건설, 동부제철, 동부익스프레스, 동부특수강 등 다수 계열사가 회생절차에 들어가거나 매각되었음
 - 키스톤에코프라임의 제3자배정 유상증자를 통한 경영권 인수를 계기로 2016년 10월 동부건설의 회생절차가 종결되었으며, 현재 키스톤에코프라임은 동부건설 지분 67%를 보유한 최대주주이고 주요 투자자(LP)는 한국토지신탁임

- 경영권 인수 후 대표이사를 비롯한 모든 이사회 구성원과 상근감사가 교체됨
 - 과거 KCC 부사장을 지낸 이종길 전 대표이사를 2016년에 영입하였고, 당시 함께 이사회에 진입한 허상희 사장이 2018년 12월 대표이사로 취임해 현재 이사회 의장을 겸직하고 있음
 - 허상희 사장은 동부건설 합류 전 엠케이전자의 대표이사로 재직하였는데, 엠케이전자는 키스톤에코프라임의 유한책임사원(LP)인 한국토지신탁의 최대주주임
 - 키스톤에코프라임 PEF의 유상철 대표이사는 2016년 10월부터 2019년 3월까지 동부건설의 미등기임원(미래전략실장)으로 재직하였음

- 회생절차 종결 이후 빠른 속도로 재무구조가 안정화되고, 지난 2010년 이후 8년 만에 배당을 재개한 점은 주주 입장에서 긍정적인 변화로 평가됨
 - 동부건설은 2013~14년 대규모 영업적자를 기록했으나, 회생절차가 종결된 2016년부터 흑자로 전환하였고 2018년에는 잉여현금흐름도 양(+)의 값으로 전환됨
 - 부채비율은 2015년 751%에서 2018년 97%까지 감소했으며 순현금 보유량도 최근 3년간 증가하는 추세임
 - 2017년에는 보유하고 있던 동부하이텍 지분 10.17%를 전량 매각해 860억원(자기자본 대비 33.8%)의 유동성을 확보하였음
 - 지분매각 목적은 자산효율화를 통한 핵심역량 강화 및 신규사업 투자재원 마련을 위한 것으로 공시됨
 - 배당의 재원이 되는 이익잉여금은 2016년까지 결손 상태였으나 2017년 980억원, 2018년 1,700억원 규모로 확대되었고, 2018년 결산배당으로 63억원(주당 300원)을 지급하여 배당성향 8.6%, 배당수익률 4.2%를 기록함

- 향후 실적이 개선되면 주주환원 확대가 가능할 것으로 보는데, 다만 최근 3년간 순이익 개선의 상당 부분은 자산매각차익 등 일회성 이익에 기인한 것이므로, 배당금 상향을 기대하려면 영업현금창출력의 개선이 뒷받침될 필요가 있다고 판단됨

〈표 1〉 동부건설 주요 재무지표 추이(연결재무제표 기준)

구분	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액(억원)	10,643	8,929	6,982	5,855	7,015	8,982
영업이익(억원)	-1342	-1567	-356	161	256	318
영업이익률(%)	-12.6	적자	적자	2.8	3.6	3.5
지배주주순이익(억원)	-1,784	-2,338	-715	537	963	739
ROE(%)	적자	적자	적자	33.2	34.6	22.2
배당금(억원)	-	-	-	-	-	63
DPS(원)						300
배당성향 (%)	-	-	-	-	-	8.6
현금배당수익률 (%)	-	-	-	-	-	4.2
총자산(억원)	25,122	8,526	5,988	6,821	6,316	7,138
총부채(억원)	21,621	8,282	5,284	4,291	3,275	3,519
총자본(억원)	3,501	244	703	2,531	3,041	3,619
이익잉여금(억원)	-413	-2,300	-3,019	-2,490	982	1,704
순현금(억원)	-9,885	-2,652	1,135	1,099	1,498	1,646
부채비율(%)	617.5	3,392.2	751.4	169.5	107.7	97.2
차입금비율(%)	341.1	1,492.9	35.7	36.0	2.4	1.9

※ 키스톤 에코프라임 PEF의 경영권 인수 시점: 2016년

출처: DART, Dataguide, KCGS

사례 2: 웅진코웨이

- 웅진그룹은 2013년 1월 웅진코웨이를 MBK파트너스에 매각했다가, 2018년 10월 웅진코웨이를 다시 인수한다고 발표하고 올해 3월 거래를 완료함
 - 과거 건설경기 침체 등의 여파로 그룹이 유동성 위기를 겪으면서 웅진코웨이의 최대주주였던 웅진(舊 웅진홀딩스, 지분율 28.4%)이 2012년 기업회생절차에 들어갔고, 웅진코웨이 뿐 아니라 극동건설, 웅진케미칼 등 핵심 계열사들이 매각되었음
 - 재인수 이후 웅진코웨이의 최대주주는 웅진의 자회사인 웅진씽크빅으로 변경됨
 - 웅진그룹은 1조원 이상의 인수금융과 더불어 웅진씽크빅 유상증자 및 CB 발행으로 코웨이 인수 자금을 조달하였으며, 인수대금의 약 80%를 외부 자금으로 충당하였음
 - 이후 2019년 5월 웅진에너지가 법정관리를 신청하고 지주사 웅진의 신용등급이 강등되는 등 그룹의 유동성 위기가 다시 불거지면서, 웅진코웨이의 재매각을 추진하겠다고 밝힌 상황임²⁾

- 최대주주 변경 관련 불확실성이 남아있지만, 웅진코웨이가 웅진그룹에 편입된 상황에서는 회사의 자산이 계열사 지원 목적으로 이용되거나 내부거래로 인해서 수익성이 저하될 수 있다는 우려가 제기됨³⁾
 - 작년 10월 웅진그룹이 재인수를 발표하자 웅진코웨이의 주가는 하루만에 24% 급락하였음
 - 과거 무리하게 사업을 확장하다가 경영악화를 초래한 웅진그룹에 대한 시장의 평가가 여전히 부정적인 것으로 해석되며, 웅진코웨이 또한 본업과 무관한 그룹의 태양광 사업에 참여했던 전례가 있음
 - 웅진그룹으로 재편입되면 브랜드 로열티 비용이 발생하게 되고, 내부거래의 증가가 수익성 저하로 이어질 우려가 제기됨
 - 웅진그룹 소유구조 상 웅진코웨이는 지주회사 웅진의 손자회사가 되며, 여타 자회사들과의 내부거래로 인해 운용 효율성을 저하시키는 리스크가 발생할 가능성이 있음
 - 웅진코웨이의 영업이익률은 2011~12년 평균 12.1%에서 MBK파트너스에 인수된 후 2017~18년 평균 19.0%까지 개선된 바 있음

〈표 2〉 웅진코웨이 주요 재무지표 추이(연결재무제표 기준)

구분	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액(억원)	19,928	21,183	21,603	23,152	23,763	25,168	27,073
영업이익(억원)	2,261	3,390	3,644	4,633	3,388	4,727	5,198
영업이익률(%)	11.4	16.0	16.9	20.0	14.3	18.8	19.2
지배주주순이익(억원)	940	2,451	2,497	3,431	2,436	3,261	3,502
ROE(%)	12.4	28.4	25.2	30.2	20.1	30.1	33.8
배당금(억원)	-	2,020	1,483	2,080	2,347	2,322	2,598
DPS(원)	-	2,710	2,000	2,800	3,200	3,200	3,600
현금배당수익률(%)	-	4.1	2.4	3.3	3.6	3.3	4.9
배당성향 (%)	-	82.4	59.4	60.6	96.3	71.2	74.2
영업활동현금흐름(억원)	4,543	5,368	5,367	5,128	3,575	5,536	5,391
CAPEX(억원)	3,222	2,727	3,125	3,354	3,417	3,456	4,066
CAPEX/매출액 (%)	16.2	12.9	14.5	14.5	14.4	13.7	15.0
잉여현금흐름(억원)	1,321	2,641	2,243	1,774	158	2,080	1,325
순현금(억원)	-4,329	-828	-116	375	-2,101	-5,119	-5,655
순현금/총자산 (%)	-24.7	-5.0	-0.7	2.1	-10.7	-23.7	-23.8
부채비율(%)	123.6	77.3	56.0	43.4	66.3	119.8	118.7

※ 웅진그룹은 2013년 1월 코웨이를 PEF에 매각하였고, 2018년 9월 재인수 발표 및 2019년 3월 인수를 완료함
출처: DART, Dataguide, KCGS

2) 2019년 10월 넷마블이 웅진코웨이 지분매각 우선협상대상자로 선정됨
3) NEWS1, 2018.10.29., "코웨이 주가 24% 급락...웅진 과거 경영방식 재현 우려"; 박종대, "재매각시, 불확실성 해소로 주가에 긍정적", Equity Research(웅진코웨이(021240)), 하나금융투자, 2019.6.28.

- 웅진코웨이 인수에 참여한 계열사들의 인수금융 상환 및 이자비용 관련 재무부담이 증대되었으므로, 현금창출력이 높은 웅진코웨이로부터 계열지원 성격의 현금 유출이 발생할 가능성도 배제할 수 없음
- 웅진코웨이는 웅진그룹에 인수된 지 2개월 만에 웅진의 생활가전 렌탈사업부를 495억원에 양수하였음
 - 렌탈계정 통합관리를 통한 사업 시너지 제고 목적이라고 공시했으나 재매각이 결정되면서 조직 통합의 효과를 기대하기 어렵게 되었으며, 이같이 지주사인 웅진으로 현금이 유입되는 사업양수도 거래는 지원성 거래가 의심되는 사례로 판단됨
- 주주환원과 관련해 MBK파트너스는 2013년부터 2018년까지 6년간 평균 배당성향 74% (배당수익률 3.6%)의 고배당 정책을 유지하였음
- 대주주 변경 전과 비교하면 2012년에는 배당을 지급하지 않았고, 직전 3개연도 평균 배당성향은 평균 46%(배당수익률 2.7%) 수준이었음
- 지난 6년간 웅진코웨이의 유무형자산 투자지출(CAPEX)은 증가하는 추세이며 매출액 대비 투자지출의 비중도 연간 약 18%로 인수 전·후 크게 달라지지 않으므로, 배당을 확대 지급하기 위해 성장을 위한 투자를 축소하지는 않은 것으로 보임
 - 다만 부채비율이 2015년 43.4%에서 2018년 118.7%까지 증가하고 최근 3년간 순차입부채가 확대되는 등 재무부담은 다소 높아진 것으로 파악됨

사례 3: HSD엔진(舊 두산엔진)

- 두산그룹은 2018년 5월 두산엔진 투자부문⁴⁾을 인적분할해 두산중공업에 합병하고, 사업회사 지분을 소시어스-웰투시 컨소시엄에 매각함⁵⁾
- 소시어스-웰투시 PEF는 2019년 반기 말 기준 HSD엔진 지분 42.69%를 보유하고 있으며, PEF의 유한책임사원(LP)은 선박엔진부품 제조업체인 인화정공임
- 지분 매각 후 소유구조는 소유-지배 괴리가 축소되는 방향으로 개선된 것으로 평가됨
 - 지분 매각 전 두산그룹의 지배주주→두산→두산중공업→두산엔진으로 이어지는 지분구조에서 두산엔진의 지위는 두산의 손자회사로, 지배주주의 현금흐름권이 희석되어 소유-지배 괴리가 높은 상황이었기 때문임

4) 두산그룹 계열회사인 두산밥캣 지분을 보유

5) 이후 사명을 HSD엔진으로 변경

- 기업집단으로부터 분리되면서 계열사 지원 및 내부거래 관련 리스크가 해소되었음
 - 두산그룹 계열사들은 수년간 유동성 위기를 겪고 있는 두산건설에 다양한 방식으로 자금을 지원했고, 두산엔진의 경우 조선업황 악화로 2013년부터 순손실을 기록하고 있었음에도 불구하고 2016~17년에 걸쳐 토지매입, 자회사 지분 매입, 제3자배정 유상증자 등의 방식으로 두산건설을 지원하였음
 - 두산엔진은 엔진의 핵심 부품인 크랭크샤프트를 대주주인 두산중공업으로부터 매입하였으며, 해당 거래규모는 두산엔진 매출원가의 약 12%를 차지함
 - 경영권 매각 이후로는 동일 기업집단 소속 계열사 간 내부거래에서 발생하는 이해상충이 해소됨

- 주주환원 측면에서 HSD엔진은 최근 10년간 현금배당을 지급하지 않고 있음
 - 조선업황 침체가 장기화되면서 2018년도에도 영업적자를 기록하였고, 재무부담이 높은 수준이므로 주주환원 여력은 제한적인 것으로 판단됨
 - 현재까지는 조선산업 구조조정의 불확실성이 높고, PEF 인수 후 경영개선 효과가 가시화되지 않은 상황이므로 영업수익성 회복 여부를 지켜볼 필요가 있음

〈표 3〉 HSD엔진 주요 재무지표 추이(연결재무제표 기준)

구분	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액(억원)	13,788	7,439	8,888	6,936	8,029	7,689	5,113
영업이익(억원)	698	7	-396	-638	42	135	-353
영업이익률(%)	5.1	0.1	-4.5	-9.2	0.5	1.8	-6.9
지배주주순이익(억원)	1,904	-52	-422	-1,254	-1,812	-103	-187
ROE(%)	28.8	적자	적자	적자	적자	적자	적자
DPS(원)	-	-	-	-	-	-	-
배당성향(%)	-	-	-	-	-	-	-
영업활동현금흐름(억원)	-1888	-600	-855	-441	45	-694	184
CAPEX(억원)	202	159	211	170	196	31	46
CAPEX/매출액(%)	1.5	2.1	2.4	2.4	2.4	0.4	0.9
잉여현금흐름(억원)	-2091	-759	-1067	-611	-151	-725	139
순현금(억원)	125	-549	-1697	-2209	-2041	-2668	-1238
순현금/총자산(%)	0.7	-3.3	-11.0	-15.7	-15.0	-21.7	-16.7
부채비율(%)	138.9	110.5	119.8	144.7	153.9	126.7	221.8

※ 소시어스-웰투시 PEF의 경영권 인수 시점: 2018년

출처: DART, Dataguide, KCGS

결론 및 시사점

- <표 4>에 나타난 것처럼, PEF의 경영권 인수 이후 지배구조 개선 효과는 각 회사의 상황에 따라서 각기 다른 경로로 나타남을 확인함
 - 동부건설은 경영정상화 노력과 계열사 지분매각 등을 통한 재무구조 개선이 주주환원 확대로 이어진 사례임
 - HSD엔진의 경우 현재까지 경영개선 효과가 가시화되지 않은 상황이지만 소유-지배 괴리의 축소되고 계열사 지원 및 내부거래 리스크가 감소된 점이 포착됨
 - 웅진코웨이는 PEF에 인수된 후 수익성 및 자본효율성 지표가 개선되었고, 고배당 정책을 유지하였다는 점이 특징적임
 - 올해 초 다시 웅진그룹으로 편입되면서 비효율적 내부거래와 계열사 지원 관련 리스크가 높아진 상황이며, 매매각이 순조롭게 진행되는지 여부 및 이후 소유구조의 변화를 지켜볼 필요가 있음

〈표 4〉 PEF 인수기업의 지배구조 개선 요인 비교

검토사항	동부건설	웅진코웨이	HSD엔진 (舊 두산엔진)
소유-지배 괴리도 축소	○	○	○
주주환원 확대	○	○	-
내부거래 리스크 감소1)	-	○	○
계열사 지원 리스크 감소1)	-	○	○
계열사 출자 축소2)	○	-	-

주 1) 유동성 위기로 회생절차가 진행되었던 동부건설은 그룹 내 다른 계열사들을 지원할 만한 상황이 아니었으므로, 애초에 내부거래 및 계열사 지원 리스크가 높았다고 보기 어려움

주 2) 웅진코웨이는 계열사 웅진케미칼 지분을, HSD엔진은 두산밥캣 지분을 보유 중이었으나, PEF로 인수되기 전 각각 매각 및 인적분할의 방식으로 지분을 처분하였음

- 최대주주 변경은 기업 지배구조의 대대적인 변화를 초래하는 이벤트로, 피인수기업이 지배구조 리스크가 높은 회사였다면 PEF로의 인수 자체가 리스크를 상당 부분 해소하는 계기가 될 수 있으며 경영효율화 노력 역시 기업가치에 긍정적 요인임
 - 지배구조 개선과 기업가치 제고가 동시에 이루어질 수 있다는 점에서, 책임투자 전략을 채택한 투자자들은 PEF 피인수기업에 주목할 필요가 있음
 - 단, 경영개선 노력이 늘 성공적이지는 않듯이 지배구조 개선 효과도 개별 기업마다 상이하게 나타나므로, 투자기회를 포착하기 위해서는 구체적인 개선 요인들을 파악하기 위한 노력이 수반되어야 할 것임

“착한 기업”, 정말 수익률이 낮을까?

장 윤 제 연구원, 법학박사 (JYJ@cgs.or.kr)

- ▶ 최근 “착한 기업”의 수익률이 낮다는 기사가 연이어 보도됨
- ▶ 그러나 이러한 기사는 대부분 1년 단위로 수익률을 측정함
- ▶ 사회책임경영 및 책임투자는 중장기적 관점에 기반하며, “착한 기업”의 중장기적 수익률은 낮지 않음
- ▶ 특히 최근 이해관계자의 이익을 중시하는 기업의 선언과 이를 지지하여 단기주의에 대항하고 장기적 주주 가치를 지향하는 투자자가 늘어남
- ▶ 사회책임경영과 책임투자를 통해 주주, 기업, 사회의 중장기적 동반성장을 기대할 수 있음

착한 기업, 수익률이 낮다?

- 최근 책임투자에 대한 관심이 증대되며 이른바 “착한 기업”에 투자하는 “착한 투자”가 주목받고 있음
- 그러나 이러한 착한 기업에 대한 투자의 수익률은 마이너스라는 기사가 다수 보도됨⁶⁾
 - 특히, 최근의 보도에 의하면 KRX의 ESG 사회책임경영(S) 지수는 전년 동기 15.23% 감소한 수치를 기록함
- 그런데 책임투자의 특성상 투자대상기업의 실적은 단기적 실적이 아닌 중장기적 실적의 확인이 요구되며, 이는 전체 시장의 흐름과도 비교하여 검토할 필요가 있음
- 이에 이 글에서는 자본시장에서 사회책임경영(CSR) 및 ESG, 책임투자의 의미를 재확인하고, “착한 기업”에 대한 투자방식을 알리고자 함

6) 이투데이, ‘착한 투자’라지만…마이너스 수익률에 곤혹, 2019.10.03.; 조선비즈, 착한기업 투자 뜯어보니…수익률은 언제 좋아질까, 2019.7.21.; 매일경제, ‘착한기업 투자’ 펀드…수익률 안따라주네, 2019. 7.21.; 매일경제, SRI펀드 물리는 돈…수익률은 아쉽네, 2019.6.12.

CSR, ESG, KRX ESG 사회책임경영지수(S)

- 기업의 사회적 책임(CSR) 이행 성과는 ESG로 측정되어 책임투자의 지표가 됨
 - CSR(Corporate Social Responsibility)
 - 과거에 기업의 법적 책임만을 의미하던 소극적인 개념에서 현재는 주주, 근로자, 소비자, 협력사, 지역사회, 환경 6가지 분야에 대한 자발적이고 적극적인 책임으로 확대되었으며, 기업의 전략적 경영수단으로도 활용됨⁷⁾
 - ESG(Environmental, Social, Governance)
 - 투자대상회사의 지배구조와 다양한 경영활동에서 수반되는 사회적, 환경적 이슈와 같은 비재무적 요소로, 기업의 재무성과와 지속가능성에 영향을 미칠 수 있는 모든 비재무적 요인들을 포함함⁸⁾
 - 책임투자(RI, Responsible Investment)
 - 자산운용에 있어 ESG(환경, 사회, 지배구조) 요소를 고려하는 접근법⁹⁾
 - UN PRI는 기관투자자는 수익자의 장기적 최선의 이익에 따라 행동해야 할 신인의무가 있으며, 이러한 신인의무를 이행하기 위해 ESG를 투자 및 운용에 고려하고 행동해야 한다고 선언함¹⁰⁾
- KRX ESG 사회책임경영지수(S), KCGS ESG 사회책임경영 평가
 - KRX ESG 사회책임경영지수(S)¹¹⁾
 - 유가증권 및 코스닥 상장기업 중 한국기업지배구조원(KCGS)의 ESG 평가대상 기업 중 사회책임경영(S) 평가항목 점수 상위기업으로 구성
 - 대기업(30), 중견기업(70), 중소기업(30)별로 사회책임경영 평가점수가 높은 순으로 130종목으로 구성되며, 유동시가총액 가중 방식으로 산출됨
 - 추종 상품으로 KBSTAR ESG사회책임투자 ETF가 있음
 - 기간이 장기일수록 수익률은 종합지수 및 대표지수를 상회함

7) 중소기업청 고시 제2016-65호, 사회적책임경영 중소기업 육성 기본계획(2016~2021) 고시, p3.

8) Virginia Harper Ho, "Risk-Related Activism: The Business Case For Monitoring Nonfinancial Risk", 41 Journal of Corporation Law 647, 2016, p651; 신석훈, "최근 ESG 요구 강화에 따른 회사법의 쟁점과 과제", 한국상사법학회 하계학술대회, p.53에서 재인용.

9) "What is responsible investment?", PRI, <https://www.unpri.org/pri/what-is-responsible-investment>. 자세한 내용은 "What is responsible investment?", PRI, <https://www.unpri.org/download?ac=6998> 참조.

10) "What are the Principles for Responsible Investment?", PRI, <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>.

11) 한국거래소, KRX ESG 사회책임경영지수(S) 방법론.

〈표 1〉 사회책임경영지수의 3년간/5년간 수익률, 위험률, 위험조정수익률

기간	구분	사회책임경영지수	코스피	코스피200	코스닥	코스닥150
3년	연간수익률	2.28%	0.76%	2.37%	-0.04%	1.34%
	연간위험률	13.25%	12.13%	12.88%	20.37%	25.45%
	위험조정수익률 (Sharp ratio)*	0.17%	0.06%	0.18%	N/A	0.05%
5년	연간수익률	4.59%	1.74%	2.80%	3.27%	1.91%
	연간위험률	13.36%	12.15%	12.82%	19.58%	23.71%
	위험조정수익률 (Sharp ratio)*	0.34%	0.14%	0.22%	0.17%	0.08%

*연간수익률/연간위험률

출처 : KRX 시장정보 추가지수 지수성과 및 각 지수 Factsheet를 통해 재구성함. 2019.10.21. 기준

- KCGS ESG 사회책임경영(S) 평가
 - 기업의 이해관계자에 대한 책임 이행 수준을 측정
 - 이해관계자와의 관계에 따른 위험관리 체계 구비 여부를 평가
 - 부정적 이슈 확인을 통해 위험관리체계의 실효성 평가

〈표 2〉 KCGS ESG 사회책임경영 평가

이해관계자	분야	주요 평가항목	부정적 평가항목
근로자	- 고용 및 근로조건	- 정규직 비중, 근속년수, 복지혜택	- 부당노동행위, 안전사고, 인권침해 등
	- 노사관계	- 노동조합 및 노동 관련 기본권	
	- 안전보건	- 산업재해, 교육, 안전보건활동	
	- 인력 개발 및 지원	- 교육훈련, 퇴직자 지원제도	
	- 직장내 기본권	- 인권실사, 양성평등, 취약계층 배려	
협력사 및 경쟁사	- 공정거래	- 공정거래 자율준수	- 불공정거래
	- 부패방지	- 반부패 체계, 내부신고제도	
	- 사회적 책임 촉진	- 공급망 CSR, 동반성장	
소비자	- 소비자 공정거래	- 공정거래, 취약계층 배려	- 소비자 분쟁, 제품 및 서비스 불량, 개인정보 유출사고 등
	- 소비자 안전보건	- 안전성 평가	
	- 개인정보보호	- 정보주체에 대한 정보 제공, 안전성 조치	
	- 소비자 관계	- 불만처리 및 만족도 제고, 피해보상제도	
지역사회	- 사회공헌	- 사회공헌 전략 및 투명성	- 지역사회 분쟁 등
	- 지역사회 소통	- 협의채널 구비, 보고서 발간	

착한 기업 : 장기적 성과를 바라보자!

- 사회책임경영과 재무성과는 이론적, 실증적으로 그 연관성이 주장됨
- 기업은 사회책임경영을 통해 브랜드가치를 제고하여 명성과 같은 무형적 자산의 가치를 제고하고 위험을 관리할 수 있음¹²⁾

- 실증분석은 그 결과가 대립되나, 약 2,200개의 실증연구를 메타 분석한 결과 약 62.6%의 연구가 사회책임경영과 재무성과의 긍정적 상관관계를 나타냄¹³⁾
 - 따라서 책임투자 역시 단순한 도덕적 의도보다는 재무적 성과에 기반을 두고 이루어짐¹⁴⁾
- 이러한 사회책임경영의 성과는 기본적으로 중장기적 성과에 기반하며, 책임투자 역시 중장기적 가치 창출을 장려함
- 미국에서는 단기적 주주가치 제고의 극대화에 따른 부작용이 논의됨
 - 재무적 성과에 치중하여 영업, 마케팅, 회계, 주주의 이익에 관한 전략에 매진하고 좋은 상품을 제공하거나 이를 위한 연구개발에 소홀해질 수 있음¹⁵⁾
 - 이러한 극단적 주주중심주의의 한계 논의와 함께 기관투자자의 스튜어드십 책임 및 ESG, 즉 지속가능경영에 관한 기업지배구조의 경향이 나타남
 - 특히 최근에는 회사의 목적을 이해관계자 중심주의의 관점¹⁶⁾에서 선언하는 경향이 관찰됨
 - Business Roundtable의 성명서는 회사의 공통된 목적으로 고객에 대한 가치 전달, 직원에 대한 투자, 공급망에 대한 공정하고 윤리적인 대우, 지역사회 공헌, 장기적 주주가치 제고를 선언함¹⁷⁾
 - 이러한 관점에서 기업은 단기적인 이윤뿐만 아니라 이해관계자와 함께 영속적으로 변창할 수 있는 방법을 모색하여야 하며, 이 경우 장기적인 측면에서 리스크관리가 가능함¹⁸⁾
 - 투자자 역시 기업의 사회책임경영을 통한 중장기적 가치 창출을 지지하고 있음
 - 블랙록 자산운용의 CEO 래리 핑크는 연례서한에서 이해관계자에 대한 이로움을 끼치는 목적을 통해 단기적 행동주의 캠페인에 대항하여야 함을 나타냄¹⁹⁾

12) 이형준·서경진, “기업의 사회적 책임이란 무엇인가”, 한국경영자총협회 부설 노동경제연구원, 2004, p35.

13) ESG 전반에 대해서 긍정적 관계 62.6%, 부정적 관계 8.0%로 분석되었으며 사회(S)에 관하여는 긍정적 관계 55.1%, 부정적 관계 5.1%로 분석됨. Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen, “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”, Journal of Sustainable Finance & Investment 5:4, 2015, p271, p223.

14) Trond Døskeland, Lars Jacob Tynes Pedersen, “Investing with Brain or Heart? A Field Experiment on Responsible Investment”, MANAGEMENT SCIENCE Vol. 62, No. 6, June 2016, pp. 1632-1644.

15) Mark Fenwick, Joseph A. McCahery, Erik P.M. Vermeulen, “The End of “Corporate” Governance (Hello “Platform” Governance)”, ECGI Working Paper Series in Law N 430/2018, ECGI, 2018, pp10-12; Mark J. Roe, Stock Market Short-Termism’s Impact, Harvard Public Law Working Paper No. 18-28, 2018, p2.

16) 회사는 사회의 공익을 위하여 창조되었다는 점을 전제로, 회사의 목적인 경제적 부의 창출에는 주주의 이익뿐만 아니라 직원, 지역사회에 대한 회사의 기여도 포함된다는 이론, Greenfield, “Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age”, Harvard Law & Policy Review, Vol 2, p19; 손창완, “주식회사 지배구조에 관한 법적 재검토”, 연세대학교 박사논문, p197에서 재인용.

17) “Statement on the Purpose of a Corporation”, Business Roundtable, <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/09/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures-1.pdf>.

18) 로자베스 모스 켄터, “위대한 기업은 ‘목적있는 성과’를 생각한다”, 하버드 비즈니스 리뷰 코리아, 2011, https://www.hbrkorea.com/magazine/article/view/1_1/article_no/144#.

19) “블랙록 래리 핑크 회장의 CEO 연례서한, A Sense of Purpose”, Blackrock, <https://www.blackrock.com/kr/insights/larry-fink-ceo-letter>.

- 이러한 일련의 움직임은 주주의 가치를 배제하는 극단적 이해관계자 중심주의가 아닌, 주주와의 적극적 협력 및 이해관계자 이익 고려를 통해 장기적 주주가치를 제고하고자 하는 ESV(Enlightened Shareholder Value) 모델로도 설명됨²⁰⁾

□ 따라서 CSR, ESG 우수기업의 성과는 장기적으로 검토하는 것이 본래의 취지에 부합함

결론 : 투자자와의 협력을 통한 “착한 기업”의 장기적 성과 창출 장려

- “착한 기업”과 책임투자는 상호 보완적이며 협력하여 상호 가치를 창출함
 - 기업은 이해관계자 관리를 통해 지속가능한 경영을 하며, 투자자와의 우호적 관계를 통해 장기적 주주가치를 창출함
 - 책임투자는 기업 및 극단적 주주행동주의에 의한 단기 이윤 추구를 지양하고, 기업 및 전체 사회 경제의 중장기적 성과에 따른 수익을 추구함
- 따라서 “착한 기업”의 수익률은 단기가 아닌 중장기적으로 지켜볼 필요가 있음
- 재무적 성과와 함께 비재무적 성과를 고려할 경우 기업과 사회, 투자자의 동반성장을 기대할 수 있음

20) ESV모델은 주주중심주의와 이해관계자중심주의를 조화하여, 이해관계인의 이익을 주주 이익을 위한 리스크관리 차원에서 고려하며, 단기적 이익을 추구하는 일부 주주에게 대항하여 장기적 주주가치를 추구하고자 함. Virginia Harper Ho, “Enlightened Shareholder Value : Corporate Governance Beyond The Shareholder-Stakeholder Divide” Journal of Corporation Law, Fall 2010, p99; 신석훈, 전개논문, p58.

기업의 사회적 책임 수준에 따른 공매도 거래 차이 분석

정 한 옥 연구원 (jhwook@cgs.or.kr)

- ▶ 최근 3년 간 ESG 평가를 받은 유가증권시장 상장기업을 대상으로 기업의 사회적 책임 수준이 공매도 거래 미치는 영향을 분석함
- ▶ 공매도거래비용이 높은 기업들의 지배구조등급 및 통합등급은 'B+'등급 이하이며, 특히 기업의 지배구조 수준과 공매도 거래량은 유의미한 음의 상관관계가 존재함
- ▶ 기업의 사회적 책임 활동은 기업가치, 주가뿐만 아니라 공매도 거래와도 연결시킬 수 있다는 점에서 의미를 가짐

분석 배경

- Jain et al.(2016)은 선행연구를 통해 공매도 투자자들이 투자 의사결정을 내릴 때 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR) 수준을 고려하는지 검토하였으며, 그 결과 공매도 투자자들은 CSR 수준이 낮은 기업들을 보다 선호한다는 것을 실증적으로 보여줌²¹⁾
 - 전 세계 5,311개의 기업들을 대상으로 2004년부터 2012년까지 공매도 잔량(Short Interest)²²⁾과 CSR 수준과의 상관관계를 조사한 결과, CSR수준이 높은 기업들은 공매도 거래가 적게 발생함 - CSR 수준이 높은 기업들은 기업과 투자자 간 정보비대칭이 낮아 '정보거래자'로 일컬어지는 공매도 투자자들의 표적이 될 가능성이 낮음
- Jain et al.(2016)의 연구방법에 착안하여, 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 최근 3년 간 공매도 거래와 CSR 수준에 차이가 존재하는지 분석하고자 함
 - 공매도 투자자는 다른 투자자들 보다 많은 정보를 보유하고 있으며, 이러한 정보를 바탕으로 공매도 거래를 통해 주식시장에서 가격발견기능을 향상 시키는데,²³⁾ CSR 수준이 높을수록

21) Jain, A., Pankaj K. J., and Zabihollah, R., 2016, "Value-relevance of corporate social responsibility: Evidence from short selling", 「Journal of Management Accounting Research」, 28(2), 29-52

22) 연간 공매도 거래량을 기업의 발행주식총수로 나눈 비율을 의미함

23) Douglas W. Diamond, and Verrecchia Rober E., 1987, "Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information.", 「Journal of financial Economics」, 18(2), 277-311

기업정보의 투명성이 높아 공매도 투자자들이 정보 우위를 접하기 어려워 공매도 표적 대상이 되기 어려울 것으로 기대됨

- 국내 상장기업의 CSR 수준은 한국기업지배구조원에서 제공하는 ESG(환경, 사회, 지배구조) 등급 및 점수를 이용함
- 본 연구에서는 다음의 방법으로 CSR 수준에 따른 공매도 거래의 차이를 분석하고자 함
 - 최근 3년 간 공매도거래비중이 높은 기업과 최근 2년 간 공매도 과열종목으로 지정된 기업들을 대상으로 ESG 통합등급(이하 통합등급)과 지배구조 등급의 분포를 조사함²⁴⁾
 - 아울러 회귀분석을 통해 CSR 및 지배구조 수준이 공매도에 유의미한 영향을 미치는지 분석하고자 함

분석자료

- 본 연구는 2016년부터 2018년까지 3년 연속 ESG 평가를 받은 기업 중 유가증권시장에 상장된 비 금융업을 영위하는 기업 646개를 대상으로 분석함
 - ESG 평가대상 기업 중 2016년과 2018년 사이 상장폐지 된 종목, 기업분할 또는 합병이 발생한 종목, 자본잠식상태의 종목은 제외하였으며, 금융회사의 경우, 비금융사와 달리 적용받는 규제의 차이가 있고 2018년부터 별도로 지배구조 평가를 진행하여 표본에서 제외함
 - 평가대상기업에 대한 회계자료는 DataGuide를 통해 수집함
- 공매도 거래의 대용치는 장병훈, 안희준(2015)²⁵⁾의 연구에서 정의한 공매도거래비중(Short Volume Ratio; SVR)을 사용함
 - 장병훈, 안희준(2015)에 따르면 공매도 잔량은 공매도 회전율이 큰 종목에 대해 실제 공매도 수요가 과소평가되는 문제가 존재할 수 있어, 공매도거래비중을 공매도 거래의 대용치로 사용함
 - 공매도거래비중은 기업의 연간 공매도 거래량을 기업의 연간 총 주식거래량으로 나눈 값으로 정의함

$$SVR_{i,t} = \frac{\text{기업 } i \text{의 } t \text{년도 공매도거래량}}{\text{기업 } i \text{의 } t \text{년도 주식거래량}} \quad (1)$$

24) 공매도 과열종목 지정제도는 2017년 3월 27일 시행되었으며 이로 인해 표본기간을 최근 2년으로 함

25) 장범준, 안희준, 2015, "기업고유위험과 공매도 : 한국주식시장에 대한 실증분석", 「재무연구」, 28(2), 269-307

지배구조등급 및 통합등급 별 공매도거래비중 분포

- 최근 3년 간 공매도거래비중 상위 5개 기업의 지배구조 및 통합등급과 공매도거래비중 상위 50개 종목의 지배구조 및 통합등급의 분포는 아래와 같음

〈표 1〉 공매도거래비중 상위 5개 기업의 지배구조등급 및 통합등급 분포

(단위: 등급)

	2016년		2017년		2018년	
	지배구조등급	통합등급	지배구조등급	통합등급	지배구조등급	통합등급
기업 가	B	B+	B	B	B	B
기업 나	B+	B	B+	B+	B+	A
기업 다	B	B	B	B	B+	B+
기업 라	B	C	B+	A	B+	B+
기업 마	A+	A+	B	B	B+	B

〈표 2〉 공매도거래비중 상위 50개 기업의 지배구조등급 및 통합등급 분포

(단위: 개사)

	2016년		2017년		2018년	
	지배구조등급	통합등급	지배구조등급	통합등급	지배구조등급	통합등급
A+	2	2	1	1	1	0
A	3	9	0	8	3	11
B+	15	17	20	17	22	19
B	19	16	19	14	17	12
C	10	6	8	10	5	6
D	1	0	2	0	2	2

- 최근 3년 간 공매도거래비중 상위 5개 및 50개 기업의 지배구조등급과 통합등급은 'B+'이하가 주를 이루고 있음
 - 특히 2016년을 제외하면 공매도거래비중 상위 5개 기업의 지배구조등급 또는 통합등급은 'B'나 'B+'로 구성되어 있음
- 최근 2년 간 공매도 과열종목으로 지정된 종목들을 살펴보면, 공매도거래비중에서의 분포와 유사한 모습을 보여줌
 - 지배구조등급 및 통합등급이 'A+'인 기업들은 공매도 과열종목으로 지정된 적이 없으며, 공매도 과열종목으로 지정된 다수 기업들의 지배구조등급 및 통합등급은 'B+'와 'B' 등급임

〈표 3〉 지배구조등급 및 통합등급에 따른 공매도 과열종목 분포

(단위: 개사)

	2017		2018	
	지배구조등급	통합등급	지배구조등급	통합등급
A+	0	0	0	0
A	0	5	8	13
B+	14	5	25	25
B	5	8	46	37
C	8	9	32	36
D	1	1	7	7

- 공매도거래비중 및 공매도 과열종목 분포만을 볼 때 CSR 수준이 높은 기업은 공매도 투자자들의 표적이 될 가능성이 낮은 것으로 보이며, 공매도 투자자들이 기업의 비재무적 리스크를 고려할 수 있음을 시사함
 - 지배구조등급 및 통합등급이 'B+' 이하인 기업은 지배구조, 사회, 환경 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 필요하며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 존재함²⁶⁾

회귀분석 결과

- Jain et al.(2016)의 연구방법론에 따라 기업지배구조 및 CSR 수준과 공매도가 유의한 상관관계가 있는지를 분석함
 - 종속변수로는 공매도거래비중을 이용하고, 설명변수로는 지배구조 및 ESG 통합 표준점수를 이용함
 - 표준점수는 환경, 사회, 지배구조 평가점수를 정규화(Standardized)한 점수를 사용하였으며, 통합 표준점수는 표준화된 환경, 사회, 지배구조 점수의 평균값을 사용함
 - 통제변수로는 Jain et al.(2016) 및 김현숙, 조성순(2016)²⁷⁾에서 사용한 변수들 중 '시가총액', '부채비율', '자기자본이익률', 'Tobin's q'을 이용함

26) 한국기업지배구조원 보도자료, 2018.11.1., "2018년 ESG 등급 부여 및 공표"

27) 김현숙, 조성순, 2016, "공매도 거래와 기업의 추가급락위험", 「한국경영학회 통합학술발표논문집」, 2918-2949

□ 공매도거래비중에 대한 회귀분석 결과는 아래와 같음

〈표 4〉 지배구조 점수 및 통합점수에 따른 공매도거래

통합점수	공매도거래비중			
	0.0247*** (0.00)		0.0009 (0.468)	
지배구조점수		0.0135*** (0.00)		-0.0020** (0.017)
통제변수	No	No	Yes	Yes
연도고정	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수(N)	1938			

주1 : 괄호안의 수치는 더미변수의 이분산성이 조정된 표준오차로 계산된 p-value값임

주2 : **, ***는 각각 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

- 회귀분석 결과, ESG 수준과 공매도거래비중 간에는 유의미한 상관관계가 발생하지 않음
 - 통합점수와 공매도거래비중 간 유의미한 상관관계가 발생하였으나 통제변수를 적용한 경우에는 두 변수 간 유의한 상관관계가 나타나지 않았으며, 이는 강현정 외 2인(2018)²⁸⁾의 연구결과와 유사한 모습을 보여줌
- 반면, 지배구조 수준과 공매도 거래 간에는 유의미한 상관관계가 발생함
 - 최현섭, 강내철(2015)²⁹⁾의 연구결과와 유사하게, 기업지배구조 수준과 공매도 거래량 간 음의 관계가 확인되며, 표준화된 지배구조 점수가 1점 높은 기업은 연평균 공매도 거래비중이 약 0.20%p 낮은 것으로 확인되고 이러한 관계는 5% 수준에서 유의함

결론 및 시사점

- 최근 3년 간 발생한 공매도거래를 조사한 결과, 기업의 CSR 수준이 낮은 기업들은 공매도 투자자들의 표적이 될 가능성이 높음
 - 지배구조등급 및 통합등급이 'B+' 이하인 기업들이 공매도거래비중과 공매도 과열증목 지정 비중이 높게 나타남

28) 강현정, 김보영, 유순미, 2018, "ESG정보와 공매도의 관련성에 대한 실증연구", 「예술인문사회융합멀티미디어논문지」, 8(4), 197-205
 29) 최현섭, 강내철, 2015, "기업지배구조가 공매도 거래에 미치는 영향", 「회계와정책연구」, 20(6), 81-104

- 회귀분석 결과, 기업의 CSR 수준과 공매도 거래 간 유의미한 상관성이 존재하지 않지만 기업의 지배구조 수준이 높을수록 공매도 거래가 적게 발생함
 - 이는 기존연구에서 보여준 결과와 유사하며, 공매도 투자자들이 투자 의사 결정 시 기업의 지배구조 수준을 고려할 수 있음

- 상기 분석결과가 주는 시사점은 다음과 같음
 - 공매도 거래가 증가한 기업의 주가가 단기적으로 급락할 경우, CSR 수준에 따라 주가하락정도가 유의미한 차이를 보이는지에 대한 연구도 가능할 것으로 보임
 - 기업지배구조 수준이 낮은 상장기업에 투자할 경우 공매도 투자자들의 표적이 될 가능성이 높으므로, 다른 재무적 지표와 더불어 공매도 거래현황도 같이 고려하는 것이 바람직함

금융회사의 사외이사 선임사유 검토

박 나 온 연구원 (naon@cgs.or.kr)

- ▶ 한국기업지배구조원의 금융지배구조 평가 대상 기업(98사)의 연차보고서 공시 내용을 검토한 결과, 대부분의 금융회사가 사외이사 선임사유에 대하여 충분한 정보를 제공하지 못하는 것으로 나타남
- ▶ 사외이사 후보자 선임사유 268건 중 사외이사의 선임·추천 사유를 명확하고 구체적으로 기술한 경우는 8.96%에 그침(24건)
- ▶ 금융회사 지배구조 리스크의 사전 방지와 투명한 사외이사 선임 과정이 이루어지기 위해서는 주주 및 이해관계자들에게 사외이사 선임사유에 대한 명확한 정보 제공이 기초가 되어야 함
- ▶ 이에 본 동향에서는 금융회사 연차보고서 공시 수준의 질적 향상을 이끌 수 있는 제도적 개선 방안이 마련되어야 함과 동시에 금융회사들도 자발적으로 공시 내용의 질적 수준을 높이기 위한 노력을 기울일 필요가 있다고 주장함

검토 배경

- 이사는 경영진에 대한 견제, 감독과 회사의 전략적 선택에 대한 조언자이자, 중요한 의사결정권자 (Finkelstein, Hambrick and Cannella, 2008³⁰)
 - 국내 기업들은 지배주주가 경영진에 대한 감독과 견제의 역할을 다수 수행하고 있으나 (Chang, 2010³¹)
 - 뚜렷한 지배주주가 없는 금융 회사에서는 지배구조 리스크에 노출되어 내분, 관치금융 등 다양한 문제³²)가 나타나기 때문에 지배구조 장치로서의 이사회와 사외이사의 중요성이 더욱 부각되고 있음
- 사외이사의 역할이 점점 더 강조되는 만큼, 사외이사 선임 과정에서 주주 및 이해관계자들에게 후보자에 대한 충분한 정보를 제공하는 것은 기업의 중요한 의무³³)이며, 사외이사 선임 과정의 투명성을 확보하고 금융사의 내외부적 리스크를 미연에 방지하기 위한 출발점이 됨

30) Finkelstein, S., Hambrick, D.C., and Cannella, A.A.(2009), "Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards," Strategic Management(Oxford U.).

31) Chang, S.J. and Hong, J. (2000), "Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transactions," Academy of Management Journal, 43(3), 429-448.

32) 조선일보, 2019.10.31., "주인 없는 400兆 회사, 연례행사가 된 '금융권력 투쟁'"

33) OECD corporate governance principles II.C.5

- 본 동향에서는 금융회사가 매년 발간하는 연차보고서 상에서 사외이사 선임사유를 검토하여, 선임사유를 내용 별로 유형화하고 모범사례를 통해 향후 개선방향을 제시하려 함

국내 금융회사 사외이사 선임사유 공시 유형

- 분석 대상
 - 한국기업지배구조원의 금융회사 지배구조 평가 대상 99사
 - 상장회사 또는 금융사지배구조법을 전부 적용 받는 회사
 - 2018년 사외이사 선임 내역이 없거나 연차보고서를 작성하지 않은 18사를 제외
- 분석 결과
 - 총 81사의 268명의 사외이사(사외이사인 감사위원 포함)의 선임사유를 살펴본 결과,
 - 사외이사의 선임사유를 후보자의 경력과 회사에 기여할 수 있는 점과 연관시켜 구체적으로 기술한 경우는 8.96%(24건)
 - 모든 사외이사에 대한 선임사유를 구체적으로 작성한 경우는 2사에 그침

〈표 1〉 금융회사 사외이사 선임사유 공시 유형 별 분포

유형1	경력 단순 나열	15 (5.6%)
유형2	기여점이 모호	155 (57.84%)
유형3	모범규준 상의 자격요건만 기입	11 (4.1%)
유형4	일반적인 자격 요건만 제시	12 (4.48%)
유형5	재선임: 기존 사외이사 활동을 사유로 제시	46 (17.16%)
유형6	재선임: 상술하지 않음	5 (1.87%)
유형7	관련 경력 및 향후 기여점 구체적 제시	24 (8.96%)

- 회사에 기여할 수 있는 점을 모호하게 제시한 경우(155건)가 가장 빈번하게 나타났으며, 재선임시 기존 사외이사 활동에 대한 평가를 선임사유로 제시한 경우(45건)가 그 뒤를 이어 자주 나타남
- 모든 사외이사 후보자에 대해 동일한 선임사유를 반복 하는 경우도 일부 확인됨(4사)

□ 선임사유에 대한 공시 유형 별 사례

○ 유형1: 경력을 단순 나열 (15건)

- 후보자는 30여 년 동안 한국수출입은행에 근무하여 금융 분야에 대한 풍부한 경험과 식견을 가지고 있는 금융·경제 전문가입니다.
- 후보자는 A대학교 부동산대학원 겸임교수로 재직 중인 금융·경제 전문가입니다.

- 사외이사 후보자의 경력을 단순 나열하고 있는데, 외부 주주 및 투자자의 입장에서 해당 공시 내용만으로는 후보자가 금융회사의 사외이사로서 어떠한 역할을 할 수 있는지 파악하기 어려움

○ 유형2: 회사에 기여할 수 있는 점을 모호하게 제시 (155건)

- 은행 발전에 크게 기여할 것으로 판단
- 적극적인 의견 개진과 합리적 의사결정에 기여 할 것으로 판단
- 법률 관련 깊은 지식과 경험은 A회사의 사외이사로서 큰 역할을 수행할 것으로 판단
- 재무·회계전문가로서 활용도가 높을 것으로 판단
- 회사가 주의 깊게 살펴야 하는 사항에 대한 적극적인 조언이 가능하다고 판단
- 당사의 건전하고 투명한 운영에 기여할 수 있을 것으로 판단
- 경험을 두루 활용하여 회사 경영에 대한 견제 감독 기능을 충실히 수행할 수 있을 것으로 판단
- 경제 전문가로서 산업계 전반의 풍부한 경험과 지식을 바탕으로 효과적인 의견 제시를 통해 이사회회의 합리적인 의사결정과 발전에 큰 기여를 할 것으로 판단

- 회사에 어떠한 기여를 할 수 있는지는 언급하였으나 기여점이 분명하지 않음
- 자주 언급된 내용으로는 “회사 발전에 기여(33회 언급)”, “경영진에 대한 견제와 감독(42회 언급)”, “의사결정 과정에 도움(21회 언급)”, “이사회회의 운영에 기여(16회 언급)”, “주주 등 이해관계자의 이익에 기여(21회 언급)”, “건전하고 투명한 회사 운영(20회 언급)”등³⁴⁾이 있음

○ 유형3: 금융회사 지배구조 모범규준³⁵⁾ 상의 적극적 자격요건만을 기입 (11건)

- 동 후보자는 관련법규에서 규정하고 있는 자격기준을 모두 충족하며, 특히 A은행과의 거래관계 부분에서도 투명하여 독립성이나 직무공정성을 해치지 않을 것으로 사료되어 감사위원회 위원 후보로 추천하였습니다.

- 모범규준 상의 일반적이고 공통적인 자격요건만을 형식적으로 기입

34) 중복으로 카운팅 하였음

35) 금융회사 지배구조 모범규준 제16조(사외이사의 자격요건)

① 금융회사는 다음 각 호의 사항을 고려하여 전문성과 식견을 갖춘 사외이사를 선임하여야 한다.

1. 금융회사의 사외이사로서 직무 수행에 필요한 금융, 경제, 경영, 회계 및 법률 등 관련 분야에서 충분한 실무경험이나 전문지식을 보유하고 있는지 여부
2. 사외이사로서 특정한 이해관계에 얽매이지 않고 전체 주주 및 금융소비자의 이익을 위하여 공정하게 직무를 수행할 수 있는지 여부
3. 사외이사로서 직무를 수행하기에 적합한 윤리의식과 책임성을 보유하고 있는지 여부

○ 유형4: 일반적 자격 요건만을 서술 (12건)

- 경험을 토대로 회사의 전반적인 운영에 대한 이해도를 갖춘 것으로 판단
 - 후보자는 감독업무에 5년 이상 근무경력으로 지배구조법 시행령 상 회계 또는 재무 전문가 요건을 갖추고 있습니다.

- 일반적으로 사외이사가 갖추어야 하는 자격에 대한 내용만을 포함하고, 해당 회사의 사외이사가 되어야 하는 특정하고 구체적인 사유가 미비함

○ 유형5: 재선임 시 기존 사외이사 활동에 대한 평가를 사유로 제시 (45건)

2016년 3월부터 당행의 사외이사로 재직하는 동안 본인의 금융 분야 전문성을 발휘하여 중요한 조언을 적시에 하는 등 은행과 금융소비자 모두에게 장기적으로 이익이 되는 의사결정을 할 수 있도록 노력하고 있습니다. 향후에도 사외이사로서의 책임과 역할을 충실하게 이 행할 수 있을 것으로 기대되어 재선임을 추천 하였습니다.

- 재선임에 대한 사유로 후보자의 사외이사로서의 역할에 대한 내용을 서술하지 않고, 기존 사외이사 활동에 대한 일반적인 평가만을 선임사유로 기술

- 후보자는 A국(해외)에 거주 중임에도 2015년 선임이래로 단 한 번도 이사회에 불참하지 않은 충실성은 다른 이사들에게도 귀감이 되는 부분입니다.
 - 후보자는 부의사항에 대한 충분한 사전 숙지 및 결의 후 해당 안건에 대한 진행사항 확인 등 당행 사외이사로서 높은 책임감과 충실성을 보여 준 점 등을 종합적으로 감안하여 추천하였습니다.

- 사외이사 평가에 대한 내용의 경우 사외이사 활동 내역에 관한 일반적이고 추상적인 평가 내용만을 기술하고 있어, 구체적인 평가 내용을 기초로 향후 활동에 대한 기대를 파악해야 하는 외부 주주 및 투자자 입장에서는 충분한 재선임 사유로 보기 어려움

○ 유형6: 재선임이라는 이유로 추천 사유를 제시하지 않음 (5건)

금번 감사위원 추천은 재임 기간 동안 능력을 인정받은 기존 감사위원을 지배구조법에서 정한 방법 (임원후보추천위원회 추천 및 주주총회 승인)에 따라 재선임하기 위한 절차였던바, 추천 사유와 관련하여 상술할 내용은 따로 없습니다.

- 업권별로는 지배구조 수준이 상대적으로 높은 은행, 금융지주에서 사외이사 선임사유를 명확하게 공시하는 모범사례 비중이 높은 것으로 나타났음³⁶⁾

〈표 2〉 사외이사 선임사유 업권 별 분포

	유형1	유형2	유형3	유형4	유형5	유형6	유형7
금융지주	-	45.45	11.36	-	27.27	-	15.91
은행	1.92	42.31	1.92	5.77	28.85	-	19.23
보험	9.88	60.49	1.23	4.94	12.35	6.17	4.94
금융투자	2.00	76.00	8.00	10.00	4.00	-	-
여신전문 금융	12.20	63.41	-	-	17.07	-	7.32

사외이사 선임의 목적과 모범 사례

- 학계에서 제시하는 사외이사 선임의 목적은 아래와 같음
 - 경영진에 대한 감시를 통한 대리인 비용의 감소(Jenson & Meckling, 1976³⁷⁾)
 - 회사에 필요한 자원 제공(Pfeffer & Salancik, 1978³⁸⁾; Daily & Dalton, 1994³⁹⁾)
 - 사회에서의 정당성 확보(Meyer & Rowan, 1977⁴⁰⁾)
- 여러 학자들이 주장한 내용에서 볼 수 있듯이, 특정 사외이사를 선임하는 데에는 각 회사가 처한 내·외부적 환경의 변화 또는 전략적 선택 등과 같은 상황적 요인이 반영될 수 있음
- 회사가 처한 상황이 다르기 때문에 사외이사 선임사유의 절대적인 모범 답안은 존재하지 않으나 주주 및 이해관계자들이 해당 후보자를 선임해야 하는 사유를 납득할 수 있도록 충분한 정보를 제공하는 것이 바람직함

36) 2018 한국기업지배구조원 지배구조 평가 결과: 등급 A 이상인 기업 비중
금융지주: 55.5%, 은행 60%, 여신금융 50%, 보험 25%, 금융투자 3.6%

※ 금융지주 및 은행업 소속 회사 중 취약군에 해당하는 등급(B 이하)에 속한 회사는 없음

37) Jenson, M., & Meckling, W. R. (1976). Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 3.

38) Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). The External Control of Organizations. New York.

39) Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. Academy of Management Journal, 37(6), 1603-1617.

40) Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. American Journal of Sociology, 83(2), 340-363.

- 대부분의 국내 금융회사의 경우 사외이사 선임사유에 관하여 사외이사로서 기본적으로 갖추어야 할 '자격'에 관한 내용만을 제시함
 - 자격을 갖춘 후보자들 중 해당 후보자가 '왜' 해당 회사의 사외이사가 되어야 하는지, 회사에 기여할 수 있는 점이 구체적으로 어떠한 것인지에 대한 내용이 구체적이지 않은 경우가 다수로, 주주 및 이해관계자들이 얻고 싶은 구체적인 정보가 포함되어 있지 않음
- 사외이사 선임사유로 사외이사의 관련 경력, 경험 및 향후 사외이사로서 기대되는 역할에 대해 구체적으로 서술했다고 판단되는 사례는 아래와 같음
 - 유형7: 모범 사례

(업무와의 구체적인 연관이 있는 경력에 대한 서술) 후보자는 경제기획원, 재정경제원, 청와대 비서관을 거쳐 통계청장과 IMF 상임 이사를 역임하였으며, 국내외 경제 및 금융 관련 다수의 중요하고 민감한 사안들을 훌륭하게 처리하고 해결한 경험을 보유하고

(사외이사로서 기대되는 역할 제시) 금융 분야에 있어서도 금융회사의 운영 및 규제와 관련하여 폭넓은 시각을 가지고 있어 은행의 제반 리스크 관리 면에서 탁월한 전문성을 보유하고 있음.

(업무와의 구체적인 연관이 있는 경험에 대한 서술) 후보자는 ... 30년이상 한국은행 은행감독원과 금융감독원에서 근무했으며 검사 및 제재업무 부문과 감독부문에서 폭넓은 경험과 전문지식을 보유하고 있습니다. 또한 재임당시 카드·캐피탈 등을 관할하는 여신전문 금융업권 검사를 담당했고, 검사 경험을 바탕으로

(회사에서 기대되는 역할 제시) 금융기관의 견실한 내부통제 체계수립과 전문성 높은 리스크관리 자문 업무가 가능하여 경영에 대한견제 감독기능을 충실히 수행할 수 있을 것으로 사료되어 사외이사 후보로 추천 하였습니다.

(선임 배경 및 기대되는 역할 제시) 최근 스마트폰 결제 서비스가 확산되며 오랜 기간 지불결제 수단으로 사용하던 현금, 신용카드 없이 일상 생활을 영위하는 사람이 증가하고 있으며, 은행권에서도 핀테크를 주축으로 하는 스마트 혁신이 이슈화되고 있으며, 향후에도 금융과 IT의 다양한 결합을 통해 이런 추세가 이어질 것이라고 판단합니다. 이러한 대내외 환경변화에 적극적으로 대응하는 차원에서 은행 외부의 핀테크 전문가를 사외이사로 선임하여 경영 전반에 대한 조언을 구한다면 이사회 구성의 다양성 및 전문성 확보는 물론 은행의 미래 성장에도 큰 도움이 될 것입니다.

(업무와의 구체적인 연관이 있는 경험에 대한 서술) 후보자는 디지털 화폐, 지급결제 등 핀테크산업의 핵심 분야에 관한 핀테크 전문가로서 현재 A대학교 컴퓨터학과 교수이자, 금융위원회 핀테크 정책자문단 위원, 글로벌 핀테크연구원 디지털 커런시 센터장으로 관련분야에서 활발하게 활동하고 있어, 핀테크(금융) 전문가로서 당행 이사회 전문성 제고에 크게 기여할 것으로 기대되어 추천하였습니다.

- 해외 사례
 - 해외 금융회사들의 proxy statement 및 홈페이지를 살펴 본 결과,

- 사외이사들을 선임한 사유에 대해 구체적으로 해당 경력과 향후 회사에서 기대되는 역할을 연관시켜 기술하고 있음을 확인
- 선임 이후에는 홈페이지에 각 이사 별 인터뷰 동영상을 업로드 하는 등 사외이사들이 직접 이사회에서 수행하고 있는 역할에 대해 설명하는 기회가 제공됨

(업무와의 구체적인 연관이 있는 경험에 대한 서술) Mr. A's roles as President and Chief Executive Officer of C Corporation and C plc, as a former senior executive at M company, and as the former Chairman and Chief Executive Officer of M Company,

(회사에서 기대되는 역할 제시) enable him to bring his extensive experience in strategic planning and operations in regulated, consumer, retail, and distribution businesses to our Board. His board service with public companies gives him experience with risk management, global operations, and regulated businesses. His experience heading The Executive Leadership Council and the Juvenile Diabetes Research Foundation International gives him a distinct perspective on governance matters, social responsibility, and diversity.

결론 및 시사점

- 금융회사의 주주 및 이해관계자들에게 사외이사 후보자에 대한 충분한 정보를 제공하기 위해서는 우선 연차보고서 공시 내용의 질적 향상을 유도할 수 있는 제도적 개선 방안이 요구됨
- 사외이사 선임과 관련한 연차보고서 작성지침(이하 작성지침)을 살펴보면, 주주 및 이해관계자들이 필요로 하는 정보가 공시 항목에 누락되어 있음

[작성지침]

- 후보자의 경력 및 경험과 실제성과, 최고경영자로서 지녀야 할 전문성 등 적극적 자격요건 등을 고려하여 임원후보추천위원회가 추천한 이유를 기재한다.
- 추천경로는 주주(최대주주, 주요주주, 기관투자자, 소액주주 등 구분해 기재한다), 외부자문기관, 사외이사, 경영진 등 후보자가 실질적으로 최고경영자 후보군에 포함될 수 있도록 제안한 자를 기준으로 작성한다.

- 특히, 해당 금융회사의 사외이사로서 후보자에게 기대할 수 있는 장점과 역할 등에 관한 구체적인 공시가 이루어질 수 있도록 작성지침을 개선할 필요가 있음
- 비단 사외이사 선임 부문에 국한된 문제가 아니며, 전반적으로 작성지침이 주주 및 이해관계자가 필요로 하는 구체적인 정보에 집중되어 있지 않고 광범위한 공시 항목을 포괄적으로 포함함으로써 오히려 주주 및 이해관계자로 하여금 내용 파악에 많은 시간을 소요하게 만드는 불편함을 초래함
- 결과적으로 작성지침에 따라 작성되는 금융회사 연차보고서는 정보의 구체성이 결여되어 중요한 정보제공 수단으로서 실효성이 떨어짐

- 나아가 금융회사 차원에서도 자발적으로 사외이사 선임 및 선임사유 공시에 대한 심도 있는 고민이 필요할 것으로 보임
 - 작성지침이 불명확함에도 불구하고, 구체적이고 명확한 선임사유 24건(8.96%)이 존재
 - 선임사유를 모호하게 기술하게 되면 회사가 배경만을 고려하여 사외이사를 선임하거나, 내, 외부적 정치적 상황에 의해 필요에 맞지 않는 사외이사를 선임하게 될 우려가 있음⁴¹⁾
 - 이로 인해 낙하산, 부적격 인사 등 국내 금융회사의 심각한 기업지배구조 리스크를 미연에 방지하기 위한 사외이사의 효과적인 감독 기능 및 역할이 약화될 가능성이 있음

- 사외이사 선임사유를 명확하게 공시하여 주주 및 이해관계자들에게 명확한 정보를 제공하면, 사외이사 선임과정에서의 투명성이 확보될 수 있으며, 결론적으로는 회사의 필요에 부합하는 적절한 사외이사 선임이 가능해 질 것이라고 사료됨

〈그림 1〉 적절한 사외이사 선임 환경을 조성하기 위한 선순환 구조



41) 뉴시스, 2019.03.14. “금융·증권사, 연이은 낙하산 인사 논란 '시골'”

Global News

1. 베트남 증권위원회 기업지배구조 모범기준 제정

- 지난 8월 13일, 베트남 증권위원회(State Securities Commission of Vietnam, SSC)는 국제금융공사(International Finance Coporation) 및 스위스 국가경제사무국(Swiss State Secretariat for Economic Affairs)과의 협력을 통해 기업지배구조 모범기준을 제정함⁴²⁾
 - 모범기준은 법과 규제에서 정하는 최소한의 요구사항을 넘는 수준의 표준을 포함하고 있어 베트남의 상장 기업이 국제적인 모범 사례로 나아가도록 장려하고 있음
 - 이에 투자자 및 이해관계자의 기대에 부응하고, 유사한 모범기준을 마련하고 있는 아세안(ASEAN) 시장들과 함께 제휴할 수 있도록 함

- 모범기준은 베트남 상장 기업을 대상으로 제정되었는데, 이에 해당하지 않는 다른 기업들도 모범기준을 참고할 수 있으며 모범 관행에 대한 벤치마크로 활용할 수 있음

- 베트남 기업지배구조 모범기준은 10개의 원칙으로 구성되어 있으며, 모범사례에 대한 자세한 권고사항을 포함해 베트남 기업들이 지배구조와 관련된 우선순위 문제 해결에 참고할 수 있도록 함
 - 10개의 원칙 중 6개는 많은 베트남 기업들의 추가적인 개선이 요구되는 영역인 ‘이사회의 책무(board responsibilities)와 관련된 내용이며, 세부 내용은 다음과 같음
 - 명확한 이사회의 역할, 책임 및 헌신(commitment)에 대한 확립
 - 유능하고 전문적인 이사회 설립
 - 효과적인 이사회 리더십 및 독립성 보장
 - 이사회 내 위원회 설치
 - 효율적인 이사회 성과 보장
 - 윤리적 기업문화(ethical corporate culture) 수립 및 유지
 - 나머지 4개 원칙은 다음과 같은 내용을 다루고 있음
 - 건전한 리스크 관리 및 통제 환경 구축
 - 투명성 제고를 위한 기업의 공시 관행을 강화
 - 효율적인 주주권 행사를 위한 프레임워크 구축
 - 효과적인 이해관계자 참여 구축
 - 또한 성별다양성을 증진하고 환경/사회이슈에 대해 더 집중할 것을 권장하는 등 기업의 사회적 책임(responsible business)과 관련된 조항도 포함되어 있음

42) State Securities Commission of Vietnam, 2019.08, "Vietnam corporate governance code of best practices"

- SSC는 상기 베트남의 두 증권거래소와 함께 자발적인 모범규준 채택 현황과 관련된 공시를 주기적으로 모니터링 할 예정으로, 기업의 웹사이트와 연례보고서를 통해 모범규준의 이행과 관련된 내용을 주기적으로 공개하도록 강력히 권장하고 있음
- 또한 글로벌 및 지역의 모범사례의 지속적인 개발을 위해 모범규준을 정기적으로 검토 및 개정할 예정임

2. 주주행동주의의 최근 동향⁴³⁾⁴⁴⁾⁴⁵⁾

- 주주행동주의가 오늘날 기업 경영환경에서 점차 보편화되고 있으며, 그 양상은 지속적으로 변화해옴
 - 기업이 주주행동주의의 변화 양상에 맞게 대응 전략을 발전시키기 위해서는 주주행동주의의 최근 동향을 살펴보는 것이 중요함
- M&A 관련 주주행동의 확대
 - 2019년 3분기까지의 주주행동 중 약 45%가 M&A 관련으로 가장 높은 비중을 차지함
 - 타겟 기업의 매각은 M&A 관련 주주행동 중 31%였으며, Jana Partners가 신규로 취득한 Bloomin' Brands의 지분을 공개⁴⁶⁾하고 기업 매각을 주장한 사례가 대표적임
 - 기업 분할 또는 자회사 매각은 31%를 차지했으며, 대표적 예시로 Elliott이 AT&T에 DirecTV 등 비핵심 부문을 매각하고 핵심 사업에 집중할 것을 주장한 바 있음⁴⁷⁾
 - M&A 거래 중단 또는 거래 조건 개선을 주장하는 주주행동이 가장 높은 비중(38%)을 차지했으며, 일례로 지난 9월 Eminence Capital은 Just Eat이 Takeaway.com과의 합병 거래에서 실제 가치보다 낮게 평가되었음을 주장하며 합병 건에 대해 반대 투표를 행사할 것을 밝힌 바 있음⁴⁸⁾
- 주주행동주의 주체의 범위 확장
 - 패시브 기관투자자들의 주주행동이 증가함
 - “빅 3”인덱스 펀드(BlackRock, State Street, Vanguard)의 ESG 이슈 관련 주주행동이 지난해 증가세를 보임
 - 최근 Wellington Management에서 Bristol-Myers Squibb의 Celgene 인수에 대해 공개적으로 반대한 것은 전통적 자산 운용사가 투자 기업의 가치를 높이기 위해 주주행동주의 전술을 도입하기 시작한 사례로 볼 수 있음
 - 이는 앞으로 수익성이 좋은 큰 규모의 기업들도 다양한 투자 주체들로부터 주주행동의 타겟이 될 수 있음을 시사함

43) Recent Trends in Shareholder Activism, Harvard Law School Forum. 2019.10.11

44) Review of Shareholder Activism - Q3 2019, Lazard's Shareholder Advisory Group

45) 본 글로벌뉴스에서 언급된 주주행동 사례 및 관련 수치들은 모두 지난 1~3분기 동안 시가총액 5억 달러 이상 기업을 대상으로 시행된 주주행동을 기준으로 한 것임을 밝힘

46) Jana Partners는 아웃백스테이크 등을 운영하는 외식기업인 Bloomin' Brands의 지분 9.0%(총 7,819,899주) 매입을 공개함. Jana Partners 측에서는 해당 기업이 저평가되었으며, 추후 매각 추진을 위해 이사회에 압력을 행사할 수 있음을 밝힘(출처: Jana Partners Takes Activist Stake In Bloomin' Brands, Forbes, 2019.9.4.)

47) Elliott Management calls for AT&T shake-up as Trump piles in, Reuters, 2019.9.9

48) Just Eat shareholder Eminence Capital to vote against Takeaway.com merger, Reuters, 2019.9.3

□ 글로벌 주주행동주의 확산

- 주주행동주의가 비교적 활성화된 미국에서는 많은 기업들이 이미 지배구조 개선 등을 통해 취약점을 보완했으므로, 주주행동주의는 지배구조가 취약한 시장에서 새로운 기회를 포착하기 위해 비미국(non-U.S.) 시장으로 눈을 돌리고 있는 것으로 보임
 - 비미국(non-U.S.)기업을 타겟으로 한 주주행동은 2019년 1~3분기 기준 전체의 약 34%를 차지하여 지난해(35%)와 유사한 수준을 보이고 있으나, 이번 3분기 유럽 기업 대상 주주행동은 과거 4년(2015~2018) 동분기 평균(12건)을 크게 상회한 20건으로 역대 최고치를 기록함
- 이는 기존에 주주행동주의가 보편화되지 않았던 시장에서도 앞으로는 점차 행동주의가 확산될 수 있음을 시사하며, 해당 시장의 기업들은 주주행동에 대한 적절한 대응 방안을 마련해야 할 것으로 보임

□ 환경(E) 및 사회(S) 관련 주주제안 안건 지지율 상승

- Russell 3000 기업을 대상으로 한 E&S 주주제안 중 30% 이상의 지지를 받은 비중이 2017년 28%, 2018년 39%에서 2019년 1~3분기 기준 48%를 기록하여 매년 증가세를 보임
- 환경 및 사회 관련 주주제안의 철회율은 2018년에 이어 48%대로 높게 유지되었는데(2017년 37%), 이는 기업-주주간 성공적인 대화가 이루어졌음을 시사함

KCGS Report 제9권 10호

발행일 : 2019년 10월 31일

발행인 : 신진영

발행처 : 한국기업지배구조원

서울시 영등포구 여의나루로 76

TEL : 02-3775-3339 www.CGS.or.kr

제작 : 경성문화사 02-786-2999

등록NO : 영등포, 다 00026
