

한국기업지배구조원

2021 주주총회 리뷰(1)

주주제안과 기업의 대응 사례 분석

2021. 5. 7

책임투자팀 윤소정 선임연구원(sjyoon@cgs.or.kr)

- ▶ 한국기업지배구조원은 2018년부터 2021년까지 주주총회에 상정된 주주제안을 분석하고 그에 따른 기업의 대응을 살펴봄
- ▶ 분석 결과, 주주제안 대상 기업과 그 안건들이 증가하는 추세이며, 제안하고자 하는 목적과 제안 내용들이 과거에 비해 구체적이며 주주 이익을 직접적으로 대변하는 경향이 있고, 기업지배구조 개선의 긍정적인 영향을 보여주는 사례들이 늘어나고 있음
- ▶ 주주관여 사례 분석에서 내부지분율이 낮고, 주주제안이 있는 경우 제안의 가결 여부와 무관하게 지배구조의 개선을 이끌어 낼 수 있는 것으로 나타나므로 향후 주주관여에 참고할 필요가 있으며, 모든 주주의 관심이 요구됨

개요

- 2016년 12월 한국 스튜어드십 코드(Stewardship Code)가 공표된 이후, 코드에 가입한 기관투자자들은 수탁자 책임 이행을 위해 중장기적인 기업 가치 향상을 도모하는 역할을 수행해야 할 의무가 발생함
 - 스튜어드십 코드를 이미 도입한 선진 자본시장의 경우, ESG의 다양한 영역에 걸쳐 주주관여활동이 활발히 이루어지고 있었으며, 투자자들은 통상 곧바로 주주제안을 시도하기보다는 주주관여활동을 전개하여도 회사와의 논의에 진전이 없을 때 주주제안을 진행하는 경우가 대다수임
 - 이러한 주주관여활동이 실제 기업가치에 미치는 영향은 실증분석 연구에서 아직까지 혼재되어 있으나, ESG 관련 주주관여의 성공 즉, 해당 이슈의 개선이 확인되는 경우 관여활동 이후 기간에서 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 사실은 다수의 논문에서 확인됨¹⁾

1) Dimson, E., O. Larakas, X. Li, 2015, Active ownership, Review of Financial Studies, 28, 3225-3268, Semenova, N. and L. Gassel, 2018, Private engagement by Nordic institutional investors on environmental, social, and governance risks in global companies, Corporate Governance: An International Review, 27, 144-161, Hoepner, A., I. Oikonomou, Z. Sautner, L. Starks, and X. Zhou, 2019, ESG Shareholder Engagement and Downside Risk, Working Paper.

- 국내에서는 행동주의 펀드나 기타 주주들의 관여활동(engagement)이 경영권의 침해 또는 간섭으로 보는 시각이 여전히 팽배한 상황임
 - 우리나라 기업들의 특성상 지배주주 일가의 지분율이 다수를 차지하는 경우가 대부분이므로 단기 간 내에 지분 취득 또는 위임장 대결 등을 통해 기업에 영향을 미치는 것은 한계가 있음
 - 과반수의 회사 지분율을 보유한 지배주주일수록 다른 주주들의 관여에 소극적일 가능성이 크므로 주주들이 목소리를 낼 수 있는 방법이 매우 제한적이며, 주주제안 상정을 통해 공개적인 신호(signaling)를 보내는 것이 효과적인 수단으로 작용함

주주관여활동의 최후수단, 주주제안

- 행동주의 펀드 또는 기관투자자들은 기업 및 주주가치 제고를 위해 기업의 지배구조·자본구조·사업전략 등에 대한 전면적인 구조조정(restructuring)을 요구하는 경향이 커지고 있음
 - 통상 주주서한, 비공개대화 등 온건한 주주관여활동으로 해결되지 않을 경우, 주주제안과 같은 적극적인 주주관여활동을 행하는 단계적 접근방식을 취하고자 함

〈표 1〉 주주관여활동의 목표

목표	지배구조(Corporate Governance)	이사 후보 추천 및 선임, 경영진 교체, 이사 보수, 내부거래 등
	자본구조(Capital Structure)	배당 정책, 자기주식, 레버리지(대출) 활용 등
	사업전략(Business Strategy)	비핵심 자산 분사 또는 매각, 비관련 다각화 금지, M&A 등

- 2018년부터 2021년 정기주주총회 시점까지 국내 상장사에 제기된 주주제안 안건을 분석한 결과, 2021년 3월까지의 분석 기간임을 감안했을 때 주주제안 안건 수는 지속적으로 증가하는 추세이나 그 대상기업의 수는 큰 변화를 보이지 않음

〈표 2〉 주주제안이 상정된 기업 및 안건 수

정기 및 임시주주총회 합산 기준

	2021년*	2020년	2019년	2018년	합계
해당 기업 수	30	31	33	34	118
유가증권시장 대상	17	8	16	8	49
코스닥시장 대상	13	23	17	16	69
총 안건 수	107	120	107	89	423

*2021년은 다수의 정기주주총회가 종료되는 시점인 3월까지 조사함

- 2016년말 한국 스투어드십 코드의 공표 이후 2018년부터 기관투자자들의 코드 가입 및 주주관 역할동이 본격적으로 진행된 시점임을 감안하여²⁾ 조사 시점을 결정함
- 해당 기간 중 4년 연속 주주제안이 상정된 기업은 2개사로 전체의 1.7% 수준이며, 3년 상정된 기업은 3개사(약 2.5%), 2년 상정된 기업은 총 17개사(약 14.4%)였음
- 즉, 대다수 기업인 96개사(약 81.4%)는 해당 기간 중 1번의 주주제안을 상정한 데 그쳤으며, 주주제안자는 평균 약 4개의 안건을 회사에 제시하는 것으로 나타남

〈표 3〉 2018~2021년 중 주주제안이 2회 이상 상정된 대상 기업

(가나다 순)

주주제안 대상 횟수 (해당 회사수)	주주제안 대상 기업
4회 (2개사)	KISCO홀딩스, 현대퓨처넷
3회 (3개사)	금화피에스시, 대웅, 한진칼
2회 (17개사)	KB금융, 네오리진, 넥센, 대한방직, 부산도시가스, 삼천리, 성도이엔지, 울호, 이니텍, 인베니아, 중앙에너비스, 케이프, 투비소프트, 피씨디렉트, 한국가구, 한국경제TV, 한솔홀딩스

- 분석기간 동안 상정된 주주제안 안건의 유형들을 살펴보면, 실제 주주들의 권익 보호나 주주가치 제고를 위한 실질적이고 다양한 안건들이 다수를 차지하였으나 실제 가결로 이어지는 경우는 드물었음

〈표 4〉 2018~2021년 중 주주제안 내용

	주주제안 내용(건)	합계
배당 및 자기주식	현금 배당 확대(48), 배당성향 상향 조정(1), 주식배당(4), 차등배당(3), 자기주식의 주식 배당(1), 자기주식 매입 또는 소각(12)	69
정관 변경	중간배당 또는 분기배당 도입(6), 액면분할(11), 이사회 내 위원회 신설(11), 황금낙하산 조항 폐지(3), 초다수결의제 삭제(4), 이사의 자격 기준 강화(5), 집중투표제 도입(6), 전자투표제 도입(4) 등	78
이사 선임	사내이사 선임(81), 사외이사 선임(92), 기타비상무이사 선임(7), 감사(위원) 선임(67), 이사(감사) 해임(6)	253
이사보수한도	이사보수한도 축소(10), 감사보수한도 증액(5), 감사보수한도 축소(1)	16
기타	자본금 감소(4), 이사의 책임감경(1), 유상감자(1) 등	7

- 전체 주주제안 중 가결된 안건의 비율은 10.9% 정도이나, 경영권 분쟁으로 표대결 안건들이 한꺼번에 가결되는 특수한 경우를 제외하면 실질적으로 의미 있는 변화를 이끌어낸 가결 안건은 23건 정도에 그침(가결률 5.4% 수준)
- 주주제안으로 상정된 안건들의 제안 목적 등을 분류하여 그 특징들을 살펴보면 다음과 같음

2) 2021년 4월말 현재, 한국 스투어드십코드에 가입한 기관은 총 155개이며, 2018년 이전에 가입한 기관은 18개사(11.6%)에 그침

1) 자본구조의 변화 필요성

- 분석기간 동안 총 57회의 배당 확대, 차등배당 도입 또는 주식배당 요구 등의 주주제안 시도가 있었으며, 이 중 가결은 1회에 그쳐 불과 1.75%의 가결률이 도출됨
- 부결된 55건³⁾의 안건 중 2회 제안된 기업은 8개사, 3회 제안된 기업은 2개사, 4회 제안된 기업은 1개사로, 주주제안이 지속적으로 이루어짐에도 불구하고 이사회는 자본 배분에 대한 개선의 여지가 없는 사례로 나타남
- 특히, 주주들은 중간배당 또는 분기배당의 도입(6회)을 명문화하거나 자기주식의 매입 또는 소각(12회)을 요구하는 등의 실질적인 자본구조의 개선 요구를 밝혀 ROE 훼손의 정상화나 배당성향 상향을 통한 부의 배분 등을 뚜렷하게 요구하는 사례가 다수 목격됨
- 액면분할(11회)의 시행도 다수 관찰되었는데, 이는 유통주식의 거래량이 현저히 감소한 기업이나 주가가 높은 기업들에서 주로 나타나는 현상으로 보여짐

2) 기업지배구조의 개선 요구

- 분석기간 동안 총 78회의 정관변경을 요하는 주주제안이 상정되었으며, 이 중 6회의 가결이 이루어짐(부결률 약 91%)
- 주주제안을 시도한 주주들은 후진적이며 폐쇄적인 지배구조의 형태에 적극적으로 개선을 요구하는 것으로 나타남
- 즉, 이사회 내 위원회 신설(11회), 사외이사 비율 확대 또는 감사(감사위원)의 수 증대(7회), 사외이사후보추천자문단 검증을 거친 사외이사 선임(2회), 감사위원회 도입(1회)과 같은 제도적인 보완 요구부터 이사의 자격 기준 강화(5회)와 같이 이사 자체의 결격사유 등에 보다 민감한 잣대를 내세움
- 이는 이사들이 과거와 같은 거수기 역할에서 벗어나 선관주의 의무를 다하는 등기임원으로서의 역할을 요구하는 기준으로 해석할 수 있으며, 그 책임과 역할에 대한 제도나 기준에 대한 요구가 더욱 커지는 경향이 있음
- 한편, 주주들은 실질적인 편의와 관련된 제도 보완 즉, 전자투표제 도입(4회), 집중투표제 도입(6회), 주주친화적인 IR 행사 마련(1회)과 같은 구체적인 방안을 회사에 제시하는 것으로 나타남
- 이밖에 황금낙하산 조항 폐지(3회), 초다수결의제 삭제(4회) 등과 같이 적대적 인수합병에 대한 경영권 방어수단을 정관에서 삭제하는 시도를 지속적으로 하는 사례가 발견됨
- 이는 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상이 동의해야 하는 특별결의 요건에 해당하므로 지배주주 외의 다른 주주들의 동의를 구하는 과정이 필수적이거나 의결정족수 미달, 관심 부족 등의 사유로 가결될 확률이 매우 낮음

3) 사업전략에 대한 의구심

- 주주들은 의결권대리행사권유서류 등의 공시서식을 통해 동종업계 대비 현저히 낮은 주가 수준, 파생상품 투자에 따른 회사의 손실 발생 등 매우 구체적인 사유를 들어 회사의 기업가치에 대해 대한 저평가를 우려하는 것으로 파악함

3) 1건은 공시 이후 주주제안이 철회됨

- 이에 따라 이사회는 주요 경영진의 해임 요구(6회)나 견제할 수 있는 독립된 감사(감사위원, 감사위원이 되는 사외이사 등)(165회)을 선임하려는 경향이 뚜렷함
- 핵심사업과 관련 없는 사업목적 추가하거나 변경하려는 이사회 시도에도 반대 의결권 행사를 독려하는 등의 적극적인 주주권 행사의 모습이 관찰됨
- 이러한 주주제안의 주체는 개인 소액주주부터 경영권 분쟁을 빚고 있는 주주, 기관투자자나 우리 사주조합, 사모펀드 등 매우 다양함

주주관여와 이사회에의 대응 및 지배구조 개선 성과 분석

- 분석기간 동안 상정된 주주제안의 사례들을 살펴보면, 주주제안의 가결 여부와는 별개로 회사 스스로 제도적 보완 또는 회사 경영의 가이드라인 마련 등을 통해 지배구조 개선을 이루려는 의지를 보인 상장사가 있었던 반면, 주주제안 무력화는 물론 변화 자체를 거부하는 사례 역시 발견됨
- 주주관여에 대하여 이사회가 상이하게 반응하는 원인은 기업이 확보하고 있는 의결권과 주주관여의 강도에 있다고 볼 수 있음
- 즉, 최대주주 및 특수관계인(계열회사, 임원 포함)의 지분율 합인 내부지분율이 클수록 주주제안 안건에 대한 부결률이 높아지고⁴⁾, 반대로 내부지분율이 높지 않다면 이사회 안이 가결되도록 하기 위한 추가적인 노력이 필요함
- 또한 주주제안은 통과될 경우 회사 지배구조에 지대한 영향을 미친다는 점에서 회사의 대응이 더 적극적일 것으로 예상됨
- 이하에서는 내부지분율과 주주관여의 정도에 따라 사례를 분석하고 시사점을 도출하고자 함

〈표 5〉 내부지분율과 주주관여 정도 사례 개요

기업명	내부지분율	주주관여활동 주체	주주관여 정도
현대자동차	29.11%	Elliott Associates, L.P.	주주제안
한진칼	28.94%	KCGI(그레이스홀딩스)	주주제안
SM엔터테인먼트	19.22%	KB자산운용	공개 주주서한
KISCO홀딩스	45.45%	밸류파트너스자산운용	주주제안

4) 2020 주주총회 리뷰(4) 주주총회 상세 표결 결과 분석(외부주주의 의결권 행사 방향을 중심으로) 참고, 한국기업지배구조원, 2020.07.09.

1) 현대차그룹 vs. 엘리엇(Elliott Associates, L.P.)

- 2018년 3월, 현대모비스의 인적분할 및 현대글로벌비스와의 흡수합병 안건이 이사회에서 결정되면서 인적분할의 비율, 합병 방식을 두고 지배주주와 일반주주 간 이해상충이 발생하는 구조로 전개됨에 따라 대내외 여론이 악화되었음
- 당시 주주였던 행동주의 펀드인 엘리엇은 해당 분할합병안에 대하여 공개적으로 반대하며, 1) 현대차·현대모비스 합병을 통한 지주사 전환, 2) 모든 자사주 소각, 3) 배당성향(순이익 기준) 40~50% 상향, 4) 다국적 회사 경험이 풍부한 사외이사 3명 추가 선임 등을 요구함
- 당시 임시주주총회 안건이었던 분할합병안의 부정적인 여론으로 인해 회사가 자진 철회하였으며, 국내 자본시장에 시사하는 바가 큰 사건으로 기록됨
- 연이어 2019년 현대자동차 정기주주총회에서 엘리엇은 1) 배당 확대(1주당 21,967원 vs. 회사측 3,000원), 2) 이사회 내 보수위원회 및 투명경영위원회 설치, 3) 다국적 기업 출신의 사외이사 및 감사위원 3인 선임을 골자로 한 주주제안을 시도하였으며, 같은 해 현대모비스 정기주주총회에서도 유사한 주주제안을 함
- 엘리엇은 당시 현대자동차 기업가치가 EV/EBITDA 1.2배, ex-cash P/E 1.8배 수준으로 저평가되어 있고, 시장에서는 KOSPI 대비 72~82%, 경쟁사 대비 42~26% 할인된 가치로 거래되고 있음을 지적하는 발표자료 등을 공개함⁵⁾. 또한, 초과 자본 상태로 ROE 역시 업계 최저 수준임에도 불구하고 현대차그룹 신사업 개발로 KEPCO 부지 매입에 10조원 이상을 투입한 의사결정을 주주가치 훼손으로 인식함
- 이에 대해 현대차는 향후 잉여현금흐름(FCF)의 30~50%를 주주에게 배당으로 지급하고, 유동성 자금 중 매년 1조 원 이상의 주주환원 준비금을 확보한다는 구체적인 주주친화 계획을 발표함
- 결과적으로 엘리엇이 제시한 이사회 내 위원회를 명문화하는 정관변경 안건이 주주총회에서 가결되어 사실상 회사측이 이를 수용하였다는 점(해당 안건 찬성률 98%)에서 주주 의견을 반영한 실질적인 지배구조 개선을 이룸
- 회사는 이밖에 2019년부터 국내외 일반 주주들로부터 주주권익보호 담당 사외이사 후보를 직접 추천받는 주주친화제도를 도입, 이사회 다양성 및 전문성 강화를 위한 이사회 규모 확대, 사외이사후보추천위원회의 위원장을 사내이사에서 사외이사로 변경하는 등의 자구책을 마련함⁶⁾
- 2019년 3월말 기준 현대차의 의결권 있는 내부지분율의 합은 29.11% 수준⁷⁾으로 국내 상장사 내부지분율 평균에 비해 낮은 편이었으므로⁸⁾ 엘리엇과의 표 대결(proxy fighting) 양상이 치열해짐에 따라 주주제안에 대응하여 회사안을 가결시키기 위해 보다 적극적인 노력을 기울인 것으로 판단됨
- 결과적으로 한국기업지배구조원의 지배구조(G) 평가 등급에서 2018년 B, 2019년 B+, 2020년 A등급으로 지속적인 기업지배구조 개선을 이루어냄
- 비록 현대차의 보수위원회 및 투명경영위원회 설치를 명시한 정관변경 안건을 제외한 주주제안은 모두 부결되었으나, 이러한 주주제안 시도가 회사의 제도 개선에 긍정적인 변화를 이끌어낸 점, 주주들과의 소통을 강화해 나간 계기가 된 점에 비추어 기업가치가 진일보하는데 큰 영향을 미침

5) www.acceleratehyundai.com, Elliott Management Corporation

6) 2018년 기업지배구조 보고서, 현대자동차

7) 분기보고서, 현대자동차, DART, 2019.05.15.

8) 평균 내부지분율 42.81%, 2019년 기업지배구조보고서를 공시한 상장사들의 2020년 정기 주주총회 기준

2) 한진칼 vs. KCGI(그레이스홀딩스)

- 2018년 11월, KCGI는 한진칼의 2대 주주로 등극하여 대주주 일가의 갑질 논란을 비롯한 후진적인 기업지배구조, 방만한 경영 등을 문제시하여 지배구조 개선과 부채비율 및 신용등급 개선을 위한 계획을 공개적으로 제안함⁹⁾
- 2019년 3월 정기주주총회 당시, KCGI는 사외이사 및 감사 신규선임, 이사보수한도 축소 등을 요구하는 주주제안을 시도함
- 국민연금 역시 지배주주 일가의 도덕적 논란 및 기업가치 훼손 등을 사유로 공개 주주서한 및 비공개 면담 등을 요청하였으며, 2019년 3월 정기주총에서 이사의 자격에 관한 엄격한 기준을 담은 정관 변경안을 제안함¹⁰⁾
- 당시 한진칼이 KCGI의 그레이스홀딩스를 상대로 낸 주주총회 의안상정 가처분 이의신청이 인용되어 결과적으로 주주제안 안건을 상정하지 못했으며, 국민연금의 주주제안 역시 부결되었으나 당시 급격히 악화된 여론으로 인해 조양호 한진그룹 회장의 대한항공 사내이사 재선임 안건을 부결로 이끌어내는 등 적극적인 의결권 행사의 계기가 된 사례로 볼 수 있음
- 2020년 3월 정기주주총회에서도 이사 선임, 정관변경 안건에서 이사회 측과 3자연합 측의 전문경영인 선임 등 주주제안(KCGI+반도건설+조현아 전 부사장)의 참여한 표대결 구도로 형성되었으며, 결과적으로 주주제안은 모두 부결됨
- 지속적인 주주관여활동으로 인해 한진칼은 이사회 의장직과 대표이사직의 분리, 독립성 강화를 위한 사외이사후보추천위원회의 전원 사외이사 선임, 재무건전성을 높이기 위한 자산 매각 및 사업구조 재편 등 지배구조 개선책을 발표하였으며, 기업가치 제고를 위한 이사회의 적극적인 행동을 유도하였다는 점에서 고무적인 변화를 이끌어냄
- 이는 한진칼의 낮은 내부지분율¹¹⁾에 따른 경영권 위협으로 인식하여 주주제안에 대응하여 적극적으로 회사안을 가결시키기 위해 노력을 기울인 결과라고 할 수 있으며, 회사와 KCGI 모두 주주들이 의결권을 행사하는 데 필요한 정보를 풍부하게 제공하였다는 점에서 주주총회 환경의 변화를 유도함
- 2021년 정기주주총회에서는 주주제안이 상정되지 않았으며, 3자 연합이 해체하는 등 사실상 경영권 분쟁이 종료됨
- 한국기업지배구조원의 지배구조(G) 평가 등급 역시 2018년 C, 2019년 C, 2020년 A로 이사회의 고무적인 변화가 지배구조 등급의 극적인 변화로 나타났으며, 향후 이러한 개선의 의지가 지속될지 지켜볼 필요가 있음
- 그동안 외국계 행동주의 사모펀드에 의해 주로 주주관여활동이 있었던 과거와는 달리 국내 행동주의 사모펀드가 주주관여를 통해 회사 측의 긍정적인 변화를 이끌어낸 점에서 의미를 찾을 수 있음

9) <http://valuehanjin.com/>

10) 제31조의2(이사의 자격) ① 이사가 이 회사 또는 자회사와 관련하여 배임·횡령죄로 금고 이상의 형의 선고가 확정된 때에는 즉시 이사직을 상실한다. ② 제1항에 해당하는 자는 형의 선고가 확정된 때로부터 3년간 이 회사의 이사로 선임될 수 없다.

11) 2019년 3월말 기준 28.94%, 분기보고서, 한진칼, DART, 2019.05.15.

3) SM엔터테인먼트 vs. KB자산운용

- 2019년 6월, SM엔터테인먼트(이하, 에스엠)의 3대 주주인 KB자산운용은 주주 공개서한을 통해 1) 에스엠 소속 가수의 음악자문과 프로듀싱 업무 대행 등을 하며 인세를 수취하는 이수만 회장의 개인회사인 라이크기획과의 에스엠 간 합병, 2) 배당성향 30% 수준의 주주환원, 3) 연예기획과 관련이 낮은 적자 자회사의 정리 등을 요구함
- 특히, 에스엠의 최대주주인 이수만은 에스엠의 등기임원으로 재직하고 있지 않은 상황에서 개인 사업체인 라이크기획을 통해 에스엠으로부터 연간 100억원 이상을 지급받는 자기거래(self-dealing) 구조로 일반주주와 이해상충이 발생하는 구조임
- 더하여 에스엠이 코스닥시장에 상장한 2000년 이후 단 한 번도 배당을 실시하지 않았으며, 예측 가능한 배당정책 역시 공시하지 않고 있는 점을 근거로 배당 확대 요구를 실시한 것으로 보여짐
- 에스엠은 당시 주주서한에 구체적인 답변을 내놓지 않아 사실상 거절 의사를 표명한 것으로 해석되며, 현재까지 이에 대한 개선책을 내놓고 있지 않은 실정임
- 에스엠의 내부지분율은 2019년 9월말 기준 19.22%에 불과해¹²⁾ 실제 주주제안까지 이어졌다면 참여한 표 대결로 이어졌을 가능성이 높은 상황이었음에도 불구하고 KB자산운용의 공개서한이 주주제안까지 이어지지 않음
- 결국 KB자산운용은 보유 지분을 지속적으로 매각하여 최대 8.38%에서 2020년 3월 3.71%까지 내려가 사실상 주요주주 지위에서 물러난 것으로 확인됨
- 한국기업지배구조원의 에스엠 지배구조(G) 평가 결과 역시 2018년 C, 2019년 C 등급에 이어 2020년 D등급으로 하락하여 최하 등급을 부여받아 사실상 기업지배구조에 대한 개선 의지의 부재로 투자자들의 주의를 요함
- 2021년 현재까지 회사는 무배당 기초를 유지하고 있으며, 라이크기획과의 거래 역시 지속되고 있어 개선점이 없는 것으로 확인됨. 더하여 자회사들의 실적 악화로 연결 당기순손실 폭이 전년 대비 400% 악화되는 등 본업 호황 여부와 무관하게 자회사들의 구조적 손실이 실적에 큰 악영향을 미치고 있는 것으로 판단됨
- 주요 기관투자자의 지분 매각(exit)으로 기업의 감시효과(monitoring effect)가 줄어드는 결과를 가져오게 되는 셈이므로 부정적인 요소가 잔존하는 회사에 대한 주주관여 증지는 일반 주주 입장에서 부정적인 신호라고 볼 여지가 충분함
- 일반 주주들은 이와 같은 기관투자자의 지분 매각 및 자금 회수(exit), 주주와의 대화 실패 등의 이슈에 대해 민감하게 반응할 필요가 있으며, 지속적으로 문제되고 있는 기업가치 포인트들에 대한 모니터링이 요구되는 상황임

4) KISCO홀딩스 vs. 밸류파트너스자산운용

- 밸류파트너스자산운용은 KISCO홀딩스의 과도한 잉여현금 유보로 인한 자본효율성(ROE) 훼손, 비합리적인 자본배분으로 주가의 지속적인 저평가가 발생함에 따라 기관투자자는 KISCO홀딩스 및 자회사 한국철강의 자기주식 매입 및 소각, 현금배당 확대 등을 통한 주주환원 강화 등의 방식을 경영진에게 지속적으로 요구하였으나 무시로 일관하는 태도를 나타냄

12) 분기보고서, 에스엠, DART, 2019.11.14.

- 또한, 독립성이 우려되는 이사의 감사위원 선임이나 공정거래법 위반에 따른 과징금 부과에도 감사위원의 견제 역할이 제대로 작동하지 않는 문제에 대한 개선의 노력이 보이지 않는 등 지배구조 개선점이 필요한 상황임을 의결권대리행사권유참고서류 등에 공시함¹³⁾
- 이에 따라 배당금 확대와 더불어 독립적인 사외이사 및 감사 선임 등을 골자로 한 주주제안을 지속적으로 실시하였으나 지금까지 4차례 모두 부결된 바 있음
- 이는 KISCO홀딩스 내부지분율이 45.45%¹⁴⁾로 상대적으로 높은 편에 속해 기업 측에서 주주제안의 가결을 우려할 필요가 낮은 상황이므로 주주와의 소통이 대체로 미흡한 것으로 여겨짐
- 특히, KISCO홀딩스를 포함해 분석기간 동안 주주제안 상정을 통한 감사 선임을 회피하기 위해 회사는 정관변경을 통한 감사위원회 설치를 시도하는 등 주주제안 봉쇄(7회)를 행하는 이사회가 종종 발견되었으나 감사위원회 위원의 분리 선출 도입의 영향으로 향후 해당 방식의 봉쇄는 불가할 것으로 보임
- 한국기업지배구조원의 지배구조(G) 평가 등급의 경우, 2018년 B+, 2019년 B, 2020년 C등급으로 지속적인 하락을 기록하고 있으며, 이러한 지속적인 등급 하락은 흔하지 않은 경우이므로 투자자들의 주의가 필요함
- 이 같은 주주제안에 대한 기업의 무대응은 일반 주주들과 회사 간의 정보비대칭 상황을 심화시키고 나아가 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음

결론 및 시사점

- 분석기간 동안 상정된 주주제안 안건의 유형들을 살펴보면, 실제 주주들의 권익 보호나 주주가치 제고를 위한 실질적이고 다양한 안건들이 다수를 차지하였으나 실제 가결로 이어지는 경우는 극히 드물었음
 - 주주들의 개선 방향이나 제도 변화 등의 요구는 매우 구체적이고 주주 이익에 직접적으로 귀결되는 안건들인 반면, 이에 대해 회사 측 입장을 제시하거나 정보 전달을 하는 등의 적극적인 대응이나 주주와의 소통 사례도 많지 않음
- 국내 자본시장의 스튜어드십 코드 확산에도 불구하고 기관투자자들의 주주관여활동에 대한 이사회들의 대응은 지분 구조 및 주주관여 정도에 따라 상이하게 전개되고 있음
 - 기업의 내부지분율이 낮을수록 주주제안 상정시, 표 대결이 치열해질 가능성이 높기 때문에 기업은 보다 구체적이고 주주친화적인 계획을 공개하는 것으로 보임
 - 이는 지배구조의 개선, 자본구조의 변화 등을 이끌어내는 등 긍정적인 기업가치 제고로 이어지는 결과를 낳으므로 해당 기업의 투자환경에 보다 우호적으로 작용함
 - 반대로 기업의 내부지분율이 높을 경우 주주제안과의 표 대결을 위해 여러 대안을 내놓을 유인이 적어 실질적인 기업지배구조 개선으로 이어지는 사례가 드문 실정임
 - 또한 내부지분율이 낮더라도 주주제안까지 시행되지 않는 경우에 회사의 변화를 끌어내기에는 다소 부족한 것으로 보임

13) 의결권대리행사권유참고서류, 밸류파트너스자산운용, KISCO홀딩스, DART, 2018~2020.

14) [정정] 사업보고서, KISCO홀딩스, DART, 2021.03.26.

- 주주관여활동이 기업에 미친 영향은 결국 기업지배구조의 평가 척도인 지배구조(G) 등급으로 나타나며, 이는 다시 투자자 또는 주주들의 투자의사결정에 큰 영향을 미치게 됨
 - 내부지분율이 높지 않은 기업은 주주제안 결과가 실패하더라도 주주제안이 상정되는 과정에서 유의미한 기업의 변화를 이끌어 낼 수 있으며, 이것이 기업지배구조 평가에 긍정적인 영향을 미쳐 등급의 개선으로 이어짐
 - 반면, 내부지분율이 공고한 기업은 주주관여활동의 최후수단으로 인식되는 주주제안까지 진행되더라도 부결될 가능성이 높으므로 결국 지배구조 개선이나 변화를 이끌어내기 어렵기 때문에 결과적으로 지배구조 등급이 개선되지 않거나 오히려 하락함

- 기업가치의 제고를 목적으로 한 일련의 주주관여가 건설적인 결과물로 이어지기 위해서는 해당 기업 주주들의 관심 및 적극적인 의결권 행사가 절대적으로 중요한 역할로 작용함
 - 건설적인 주주관여는 기업과의 소통 증대 및 긍정적인 기업의 변화를 이끈다는 점에서 기업 지배구조 개선을 통한 실질적인 기업 가치 상승을 유도하는 바람직한 스투어드십 코드의 이행 방편임
 - 주주제안에 따른 지배구조 개선은 결국 주주총회에서 이사회 안이 더 나은 대안이라고 주주에게 설득한 결과이며, 주주제안을 행하는 주주는 일정 수준의 비용과 노력을 들이게 되므로 지배구조 개선에 따른 기업가치 제고 효과를 향유하기 위해서는 주주 모두의 관심이 요구됨
 - 즉, 투자한 기업 의사결정에 관한 모니터링은 물론 주주관여에 대한 내용을 숙지하여 적극적인 의결권 행사 또는 투자 포트폴리오 조정 등의 주주활동을 통하여 기업의 지속가능 성장에 기여하는 것이 무엇보다 중요함

