

[지주회사]

지주회사 비중 확대 시점

스튜어드십 코드 도입 지주회사 지배구조 개선효과 클 듯

2018/09/27

■ 국민연금 스튜어드십 코드 도입 ⇒ 지주회사 지배구조 개선효과 클 듯

지난 7월 말 국민연금 기금운용위원회는 올해 제6차 회의를 열고 국민연금 스튜어드십코드 도입을 의결하였다. 따라서 배당뿐만 아니라 기업의 부당지원행위, 경영진 일가 사익 편취행위, 횡령, 배임, 과도한 임원 보수 한도 등도 국민연금의 미래 수익에 영향을 주는 중대 사안으로 판단되면 향후 다양한 주주권을 행사할 것으로 예상된다.

스튜어드십 코드는 투자자 이익 보호뿐만 아니라 기업 지배구조 개선과도 밀접한 연관이 있기 때문에 문재인 정부는 기업지배구조 개선을 위해 스튜어드십 코드를 실효성 있게 시행하는 등 자본시장 발전의 걸림돌을 근본적으로 제거해 나갈 것으로 전망된다.

이에 따라 조만간에 후보자 중에 국민연금 기금운용본부장(CIO)이 임명되면 지배구조 개선 측면에서 스튜어드십 코드 등을 중점적으로 실천해 나갈 것으로 기대된다.

특히 문재인 정부의 경우 재벌개혁 관점에서 스튜어드십 코드를 접근하기 때문에 배당확대, 이사회 의 독립성 제고 등 지주회사 지배구조 개선효과가 크게 나타날 것이다. 이는 지주회사의 경우 지배구조가 개선되면 한정된 자원을 효율적으로 재배분하게 되면서 지주회사 기업가치를 극대화 할 수 있기 때문이다.

■ 투자 유망 종목: 롯데지주, 한진칼, 삼성물산, LS

공정거래법 개정안 등 불확실성 해소 등으로 지주회사 주가의 바닥은 확인되었다. 그 동안 주가 하락으로 인하여 PBR 등 밸류에이션이 저평가 영역에 있을 뿐만 아니라, 부동산 가치 상승 및 활용 가능성 측면에서도 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다. 무엇보다 지배구조 개선을 통한 주주친화 정책이 가시화 되는 롯데지주, 한진칼, 삼성물산, LS 등의 수혜가 예상된다.

- 롯데지주(004990): 지배구조 변환 수혜 및 주주친화 정책
- 한진칼(180640): 지배구조 개선 가능성 UP
- 삼성물산(028260): 오버행 해소 및 지배구조 변환 가능성 증대
- LS(006260): 동 가격 상승 가능성에 주목할 시기

Analyst 이상현

(2122-9198)

value3@hi-ib.com

<표 1> 한국형 스튜어드십 코드 7대 원칙

구분	내용
원칙1	기관투자자는 고객 등 타인 자산을 관리/운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙2	책임을 이행하는 과정에서 이해 상충 문제를 해결하기 위한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙3	투자 자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자 대상 회사를 지속적으로 점검/감시해야 한다.
원칙4	투자 대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다.
원칙5	충실한 의결권 행사를 위한 지침/절차/세부 기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
원칙6	의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
원칙7	수탁자 책임의 효과적 이행을 위해 역량과 전문성을 확보해야 한다.

자료: 한국기업지배구조원 하이투자증권

<표 2> 스튜어드십 코드 법령해설집 주요 내용

구분	내용
미공개정보	스튜어드십 코드에 따른 주주활동 과정에서 미공개 중요정보를 취득 또는 생성하였을 경우 ⇒ 일정기간 매매 등 중단하거나 해당 정보를 상장법인이나 기관투자자가 공개(공정공시)한 뒤 매매/거래하는 등의 방법을 선택 가능함
5% 보고	스튜어드십 코드에 참여중인 기관투자자는 주식등의 대량보유 등의 보고(5% 보고)시 ⇒ 스튜어드십 코드에 참여중이라는 이유만으로 경영권에 영향을 주기 위한 것으로 보고해야 하는 것은 아니라고 해석함
주식 공동 보유 요건 아님	기관투자자간 협의 및 공동의 경영진 면담 수행 후 각자 판단에 따라 주총에서 투표한 결과 동일한 방향으로 투표결과가 나오는 경우 기관투자자가 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 포럼에 참석한 경우 여러 기관투자자들이 동일한 자문기관을 이용하고 동일한 방향으로 의결권이 행사된 경우

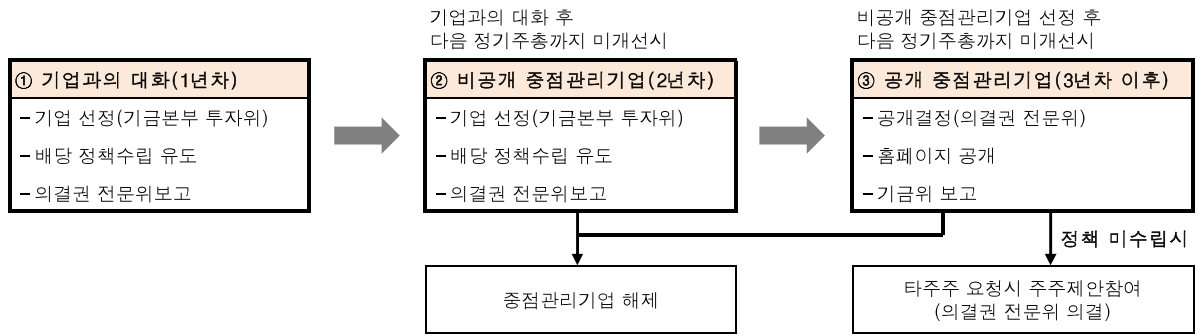
자료: 금융위원회, 하이투자증권

<표 3> 국민연금 주주권행사 전체 로드맵(안)

이행시기	주주권행사 구분	주요내용		비고
		현황	개선	
'18년 하반기	배당관련 주주활동 개선	○ 배당성향 낮은 기업(연 4~5개 수준) 대상 합리적 배당정책 수립요구 ○ 미개선 기업은 명단 공개, 의결권행사 연계, 타주주 주주제안시 참여	○ 합리적 배당정책 수립요구 강화 (▲개선여지가 없는 기업은 다음단계로 즉각 이행, ▲필요시 직접 주주제안권을 행사할 수 있도록 개선, ▲기업과 대화 대상기업 확대(연 8~10개 수준) 등)	- 국민연금의 배당관련 주주권행사는 경영참여 아님(자본시장법 시행령 개정 '14.12.9
	의결권행사 사전공시	○ 원칙적 사후공시(주총 후 14일 이내 공시) ○ 다만, 의결권전문위 결정은 사전공개 가능	○ 원칙적 사전공시 ○ 수탁자책임전문위 결정안건, 공개 주주활동 관련 기업 안건은 보도자료 배포 등 상세 설명	
	주주대표소송	○ 미시행	○ 시행근거, 제기 요건* 등 마련 *형사재판에서 손해액이 이미 확정되어 승소 가능성이 높은 경우 등 시행 ○ 소송내역 공시근거 마련 등	- 이사가 횡령, 배임 등으로 기업에 손해를 끼친 경우 제기(공익적 성격 有)
	손해배상소송	○ 시행 중 (대우조선해양 분식회계 관련 손해배상청구소송 진행 중)	○ 시행 근거, 요건 명문화, 소송내역 공시근거 마련 등	
	예상치 못한 기업가치 훼손이슈 발생시 주주활동	○ 비공개 대화를 시행 중이나 명문화되어 있지 않음 ○ 기업 불수용시 이에 따른 후속조치는 없음	○ 관련내용 명문화 ○ 사안에 따라 비공개 대화 외 공개 주주활동 실시 및 의결권행사 연계 가능	
'19년	주주활동 이행기준인 중점관리사안 추가 선정·확대('19부터)	○ 배당만 존재	○ 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익편취 행위, 임원 보수한도 과다, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안 등	
	기업과 비공개 대화 확대('19부터)	○ 배당성향 낮은 기업대상 *기업가치 훼손 이슈 기업에 대해 제한적 실시 중(기금본부 재량)	○ 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익편취 행위, 임원 보수한도 과다, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 기업 추가	
	이사회 구성·운영, 이사, 감사선임 등 관련 가이드라인 마련('19년 상반기)	○ 없음(유사한 성격인 '의결권지침' 존재)	○ 의결권지침 등 활용하여 일반원칙*을 마련하고 공개 *예) 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성되어야 한다	
	위탁운용사 활용한 주주활동 확대('19년 상반기)	○ 미시행	○ ▲위탁운용사 선정 및 정기평가시 스튜어드십 코드 참여, 이행하는 위탁운용사는 가점 부여 ○ 자본시장법 시행령 개정 후, 위탁운용 주식의 의결권행사는 위탁운용사에 위임 *투자일임업자가 연기금 등으로부터 의결권을 위임받아 행사할 수 있도록 법령 개정 절차 진행 중(금융위)	- 코드 도입 가점 부여 등으로 위탁운용사도 성실한 수탁자 책임활동 유도 효과 - 국민연금에 집중된 의결권행사 분산 가능(영향력 감소, 연금사회주의 우려 해소 등)
'20년	비공개 대화 후 미개선 기업 대상 비공개 중점관리기업 선정('20년 상반기)	○ 배당관련 미개선 기업만 선정 ○ 중점대상회사 선정, 공개 등까지 의무적으로 1년 소요	○ 확대된 중점관리사안에 따라 비공개 대화 후 미개선된 기업 추가 선정 *횡령, 배임, 부당지원행위, 사익편취행위, 관련 기업 등 ○ 개선여지 없는 기업은 즉각 선정, 공개 등 다음 단계로 이행	
	미개선 기업 대상 의결권행사 연계('20년 주총시)	○ 배당관련 미개선 기업만 연계 *재무제표 승인, 이사선임 등 반대	○ 확대된 중점관리사안에 따른 미개선 기업과도 연계 *이사, 사외이사, 감사위원 등 선임에 반대	
	미개선 비공개중점관리기업 대상 공개중점관리기업 선정(명단공개) 및 공개서한 발송('20년 하반기)	○ 배당관련 미개선 기업 ○ 배당은 경영참여에 해당하지 않아, 타주주 주주제안 참여 요청시 참여 중	○ 비공개 중점관리기업 중 미개선된 기업을 대상으로, 선정하고 기업명 공개, 공개서한 발송 등 이행	- 기업 명성에 영향, 다른 주주와 공간대 형성하여 간접적으로 기업행동 변화 유도
자본시장법 상 경영참여 해당 주주권	사외이사 후보 추천 주주제안	○ 미시행	○ 경영참여 해당사안으로 제반여건이 구비된 후 재검토 ○ 다만, 기업(이사회)이 요청하는 경우 '20년부터 시행('19년은 인력풀 마련 등 준비)	
	국민연금 의사관찰을 위한 의결권 위임장 대결	○ 미시행	○ 제반여건이 구비된 후 재검토	

자료: 보건복지부, 국민연금공단, 하이투자증권

<그림 1> 국민연금 배당관련 주주활동 프로세스



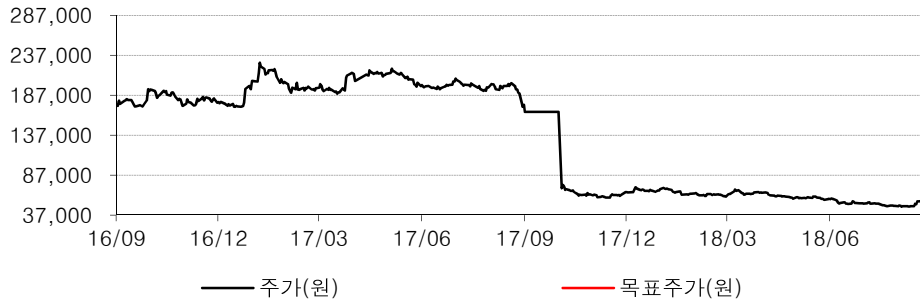
자료: 보건복지부, 국민연금공단, 하이투자증권

<표 4> 특위 권고안 및 공정위 입법예고안 비교

	주요과제	특위 권고안	공정위 입법예고안
기업집단 법제	기업집단 지정기준	○상출집단 기준을 현행 10조원→명목 GDP의 0.5%로 변경 *공시집단은 현행 5조원 기준 유지	○특위안 수용 *규제혼란을 최소화하기 위해 명목 GDP 0.5%가 10조원을 초과하는 해의 다음해부터 시행
	해외계열사 공시	○국내계열사에 직·간접 출자한 해외계열사 주식소유(주주 및 출자)와 순환출자 현황 공시 의무를 동일인에게 부과 ○총수입가가 20% 이상 지분 보유한 해외계열사 및 그 자회사 현황 공시의무를 동일인에게 부과	○특위안 수용 ○특위안 수정수용 -공시대상을 총수입가가 20% 이상 지분 보유 해외계열사로 한정(자회사는 제외)
	사익편취 규제 대상	○(국내계열사) 현행 총수입가가 지분 상장 30%, 비상장 20% 회사 → 상장·비상장 모두 20% 회사 및 이들 회사의 자회사(50% 초과 지분 보유)까지 확대 ○(해외계열사) 현재는 규제가 없으나, 국내계열사와 기준과 동일하게 상장·비상장 모두 20% 회사 및 이들 회사의 자회사까지 확대	○(국내계열사) 특위안 수용 -지분율 조정 등을 통한 규제회피의 사각지대 해소를 위해 적용대상 확대 필요 ○(해외계열사) 규제 미 도입 -집행(역외적용 등)이 쉽지 않은 만큼 해외계열사 공시제도 도입을 통해 현황 파악주력
	기존 순환출자 규제	○현행은 신규 순환출자만 규제하나, 기존 순환출자도 의결권 제한방식으로 규제 신설 *순환출자 고리를 완성시킨 계열사가 소유하고 있는 계열출자에 대한 의결권 제한	○특위안 수정수용 -법 시행후 새롭게 상호출자기업집단으로 지정되는 기업집단에 한정하여 적용 *현재 상호출자기업집단은 대부분 자발적으로 순환출자를 해소하여 규제 미적용
	금융보험사 의결권 제한제도	○현행 특수관계인 합산 15% 한도에 추가하여 금융·보험사만의 한도 5% 신설 ○현행 예외적 의결권 행사 허용사유 * 중 악용우려가 있는 '계열사간 합병·영업양도'는 제외 * ①임원 선임, ②정관변경, ③다른 회사(계열사·비계열사 모두 포함)로의 합병·영업양도	○현행 유지(금융·보험사만의 5% 한도 미도입) -규제효과가 크지 않고 규제강화 논란만 확산 ○특위안 수용 -계열사간 합병은 적대적 M&A 방어와 관련이 없고, 오히려 사익편취 위험이 가장 높은 유형(불합리한 합병비용 전성 등 문제)
	공익법인	○상출집단 소속 공익법인의 의결권행사를 현행 금융보험사 의결권 제한과 동일한 방식으로 제한하는 규제 신설 *원칙 금지, 임원선임 등 예외적 경우 특수관계인과 합산 15%까지 의결권 행사 가능	○특위안 단계적 수용 -특수관계인과 합산 15% 한도 규정은 2년간 시행 유예 후 3년에 걸쳐 5%씩 단계적 행사한도 축소(30%→25%→20%→15%)
	지주회사 규제	○(지분율 상향) 현행 20%(비상장 40%)→ 30%(비상장 50%)로 상향은 공감대 형성 -단, 적용대상은 신규 설립·전환 지주회사만 우선 적용하는 안과 모든 지주회사에 적용하되 유예기간을 부여하는 안으로 나뉨 ○(부채비율 요건) 부채비율 요건을 200%→100%로 강화하는 안과 현행 유지안으로 나뉨	○규제 강도가 낮은 특위안 수용 -지분율을 상향하되, 적용대상을 신규 설립·전환 지주회사로 한정 *기존 지주회사는 익금불산입을 조정(금년 세법개정 안 반영 예정)을 통한 자발적 상향 유도 ○현행 유지 -규제 강화 실익이 크지 않은 점을 고려
		○(벤처지주회사) 벤처기업의 M&A 저변확대를 위해 공정거래법상 벤처지주회사제도를 활성화하는 것이 다수 의견	○벤처지주회사 설립요건 완화 및 행위제한 규제 대폭 완화(비계열사 주식취득 한도 5%를 적용배제 등)

자료: 공정거래위원회, 하이투자증권

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(롯데지주)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-09-17	NR				

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한진칼)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-09-26	Buy	30,000	6개월	-44.6	-34.7
2017-11-17	Buy	30,000	1년	-33.1	-14.8
2018-09-14	Buy	25,000	1년		

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성물산)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-09-25	Buy	180,000	1년	-20.3	-16.9
2017-11-17	Buy	180,000	1년		

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(LS)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-05-29	Buy	90,000	6개월	-12.8	-2.1
2017-11-17	Buy	90,000	1년	-18.4	-8.1
2018-05-08	Buy	102,000	1년	-26.1	-11.7
2018-09-14	Buy	95,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자: 이상헌\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-