

Issue Comment

2018-11-16

이상현(2122-9198) value3@hi-ib.com

[지배구조 시리즈 2]

우리의 만남은 우연이 아니야

국민연금 스튜어드십 코드 도입 및 사모펀드 개편방안 핵심 10%를 폐지 ⇒ 국내 주주행동주의 펀드 활성화 될 듯

문재인 정부의 경우 재벌개혁 관점에서 스튜어드십 코드를 접근하기 때문에 배당확대, 이사회의 독립성 제고 등 지주회사 지배구조 개선효과가 크게 나타날 수 있을 것이다. 또한 현행 법령상 사모펀드는 헤지펀드(전문투자형)와 PEF(경영참여형)으로 나뉘어 규제가 적용되는데, 개편방안에는 이원화된 운용규제 체계를 폐지하여 일원화 한다. 이에 따라 국내 PEF는 그 동안 10% 지분 규정으로 인해 대기업에 대한 경영 참여가 사실상 불가능했지만 이번 규제 완화로 인하여 PEF 가 적극적으로 기업의 지분을 매입하고 경영에 참여할 수 있게 되었다. 이와 같은 사모펀드 개편방안과 더불어 스튜어드십 코드 도입 등으로 국내 주주행동주의 펀드가 활성화 되면서 기업에 대한 경영 참여가 확산될 것으로 예상된다.

국내 주주행동주의 펀드 활성화로 기업지배구조 개선 되면서 지주회사 수혜

기업가치 극대화 등 자본시장의 논리에 움직이는 사모펀드의 근본적인 존재 목적은 수익률이고 매각 차익이다. 저가에 사서 기업의 가치를 높여 적절한 타이밍과 적절한 인수자에게 높은 가격에 되팔아 투자자에게 높은 수익을 제공한다. 기업의 가치를 높이는 방법은 지배구조 및 재무구조 개선과 더불어, 경영 효율화, 외형 확장을 통한 기업의 재편과 성과 개선 등이다. 여기서 분명한 점은 주주행동주의 펀드 등 사모펀드의 경우 지배구조 개선 등이 기업가치 상승으로 이어질 수 있다는 명분이 여타 주주들의 호응을 받아야 한다.

지배구조란 투자자의 투자 가치를 보호하기 위해서 경영자의 의사결정과정을 감시하는 것으로, 바람직한 지배구조는 회사의 가치, 주주의 가치가 극대화 되는 것이다. 즉, 특정인의 사적 이익을 위해 악용되지 않는 경영시스템으로 투명성과 책임성이 보장되어야 한다. 특히 우리나라 재벌 등 그룹들의 경우 왜곡된 지배구조를 해소하는 과정에서 총수 일가의 이익이 기타 주주의 이익에 우선시되는 결정이 내려지고 이것이 바로 지배구조의 취약한 부분으로 되었다. 이러한 기업지배구조의 허점을 노리는 것이 주주행동주의 펀드 등이다.

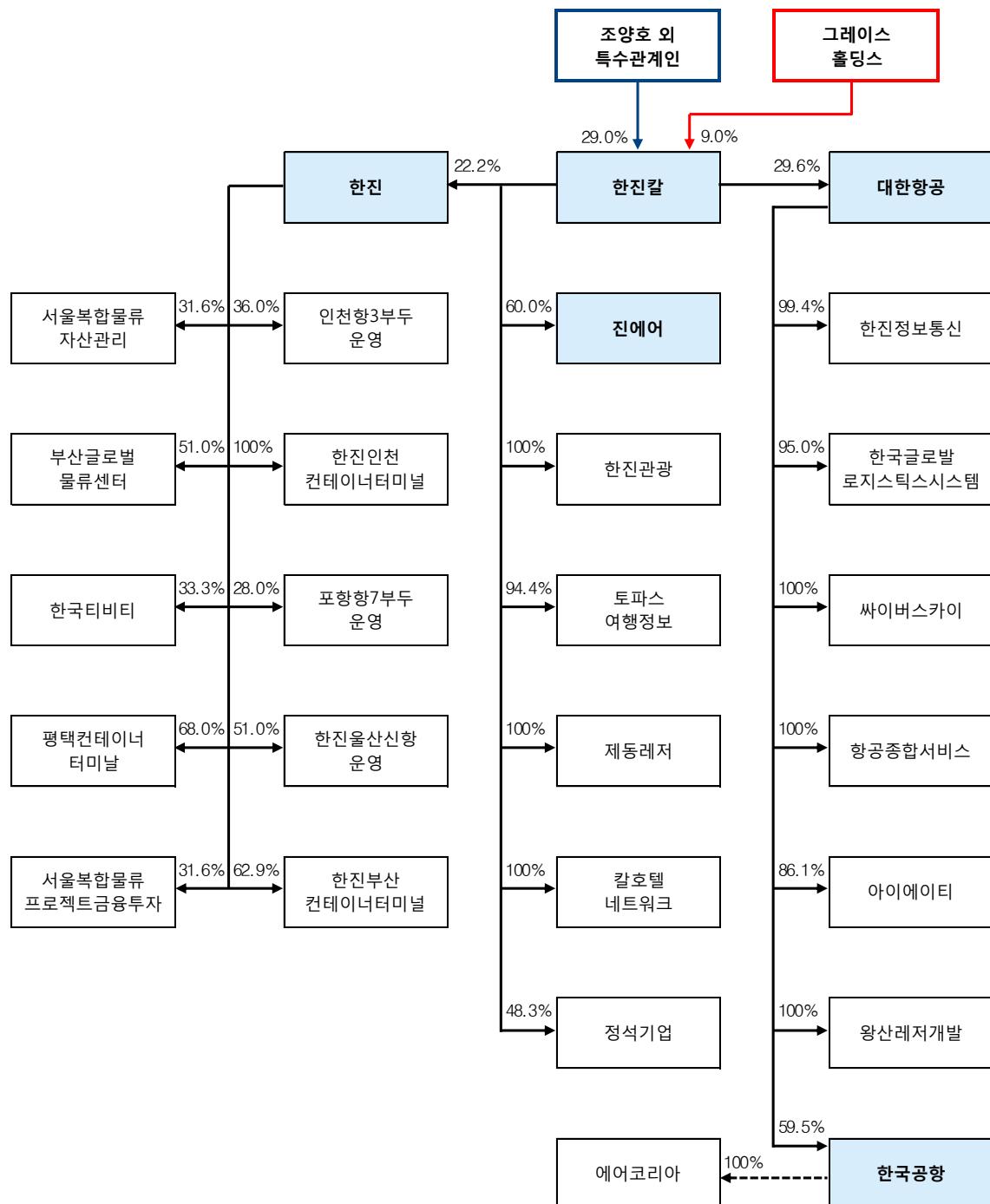
이에 따라 주주행동주의 펀드들이 제안하는 요구 내용은 주로 지배구조 개선, 배당 확대 및 자사주 매입, 사업전략 및 구조 조정 방안 등이다. 특히 유류자산매각을 독려하고, 확보한 자금을 주주환원이나 재무구조 개선에 사용할 것을 제시한다. 또한 언론을 강력한 메가폰으로 활용할 수 있기 때문에 적은 지분으로도 기업에게 큰 영향력을 행사할 수 있게 되었다.

무엇보다 지주회사의 경우 소유구조에서 여러 사업자회사나 관계회사의 지분을 소유함으로써 투자 및 배당 의사결정에 중대한 영향력을 행사할 수 있으므로 사업자회사나 관계회사 지배구조 개선 효과가 지주회사에서 보다 크게 나타날 수 있을 것이다.

지배구조 개선을 통한 주주친화 정책이 가시화 될 수 있는 한진칼, 롯데지주 등 수혜가 기대됨

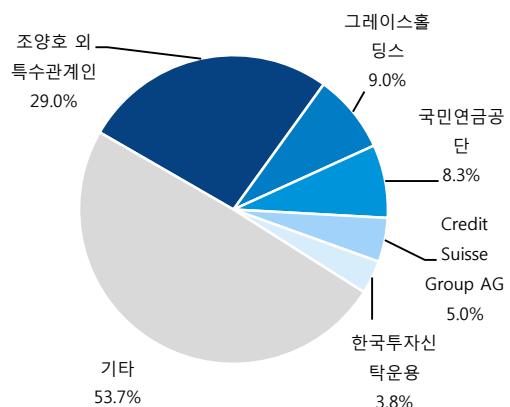
어제(11/15) 공시를 통하여 국내 사모펀드 운용사 KCGI 가 한진칼 지분 9.0% 확보를 밝힘에 따라 향후 배당확대 등 주주친화정책 및 지배구조 개선 요구 등이 이루어 질 것으로 예상된다. 이에 따라 지배구조 개선을 통한 주주친화 정책이 가시화 될 수 있다는 측면에서 한진칼 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이며, 더 나아가 롯데지주 등 지주회사에게도 주주친화 정책 확대 가능성성이 높아짐에 따라 수혜가 기대된다.

그림 1. 한진그룹 지배구조



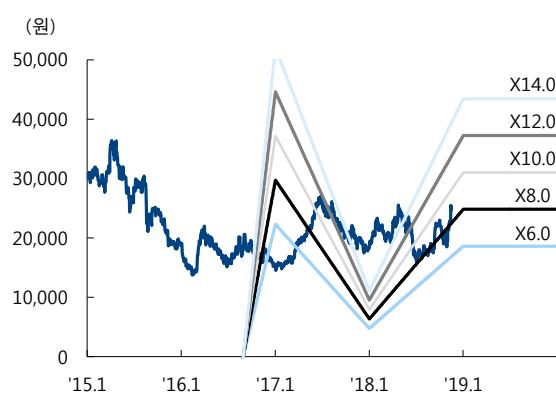
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림 2. 한진칼 주주분포(2018년 11월 9일 기준)



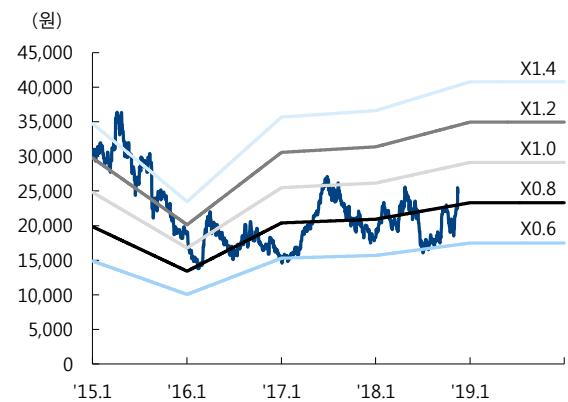
자료: 한진칼, 하이투자증권

그림 3. 한진칼 PER 밴드



자료: 한진칼, 하이투자증권

그림 4. 한진칼 PBR 밴드



자료: 한진칼, 하이투자증권

표 1. 전문투자형 및 경영참여형 사모펀드 비교

구분	전문투자형 사모펀드	경영참여형 사모펀드
설립 단계	- 전문사모운용사에 의해 설립	- PEF GP에 의해 설립
운용 단계	<ul style="list-style-type: none"> - 순재산 400% 내 금전차입 · 대여, 채무보증, 파생상품 투자 가능 - 10% 초과 주식보유분에 대한 의결권 행사 제한 - 대출 업무 가능 	<ul style="list-style-type: none"> - 출자금 50% 이상 2년내 주식 투자 - 의결권 있는 주식 10% 이상 취득 - 취득 주식 6개월 이상 보유 - 대출 업무 불가

자료: 금융위원회, 하이투자증권

표 2. 사모펀드 규제체계 현행/개선(안) 비교

구분	현행		개선(안)
	전문투자형(헤지펀드)	경영참여형(PEF)	
운용사	자산운용사	업무집행사원(GP)	자산운용사
투자자 범위	1억 이상 개인 · 법인 + 전문투자자	3억 이상 개인 · 법인 + 전문투자자	1억 이상 + 기관투자자 (기관전용 사모펀드: 기관투자자만)
운용 규제	지분보유 의무	<ul style="list-style-type: none"> - 해당 없음 	<ul style="list-style-type: none"> - 출자금 50% 이상 2년내 주식 투자 - 의결권 있는 주식 10% 이상 취득 - 취득 주식 6개월 이상 보유
	의결권 제한	<ul style="list-style-type: none"> - 보유주식 중 10% 초과분에 대한 의결권 행사 제한 	<ul style="list-style-type: none"> - 해당 없음
	차입	<ul style="list-style-type: none"> - 순재산 400% 이내 (금전차입, 대여, 채무보증, 파생상품 투자 등) 	<ul style="list-style-type: none"> - PEF재산 10% 이내 (단, SPC를 활용할 경우 300%까지)
	대출	<ul style="list-style-type: none"> - 대출 가능(단, 개인대출 금지) 	<ul style="list-style-type: none"> - 대출 불가
보고 의무	업무보고서 제출 · 공시	<ul style="list-style-type: none"> - 분기별 업무보고서 금융위 제출 - 업무보고서 지점 및 영업소 비치, 홈페이지 공시 등 	<ul style="list-style-type: none"> - 해당 없음
	시스템 리스크 관련 보고	<ul style="list-style-type: none"> - 파생상품 매매, 채무보증, 담보제공, 금전차입 현황보고 (100억 이상 : 연 2회, 100억 이하: 연 1회) 	<ul style="list-style-type: none"> - 경영권 참여외 투자 현황, 차입, 채무보증 현황보고
검사 및 감독	<ul style="list-style-type: none"> - 펀드와 운용사 모두 검사 및 감독 가능 	<ul style="list-style-type: none"> - 법령상 펀드에 대한 검사 및 감독은 명확히 규정, GP에 대한 검사 및 감독은 명확히 규정되지 않음 	<ul style="list-style-type: none"> - 운용사 검사 및 감독 - 기관전용 사모펀드(GP) 금융감독 개입 최소화 (단, 시스템 리스크, 시장질서 교란 관리 차원의 검사 가능)
대기업 관련 규제	- 해당 없음	- 기존 계열회사 지분 취득 및 의결권 행사 금지 등	- 기존 계열회사 지분 취득 및 의결권 행사 금지 등

자료: 금융위원회, 하이투자증권

표 3. 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	충실향 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

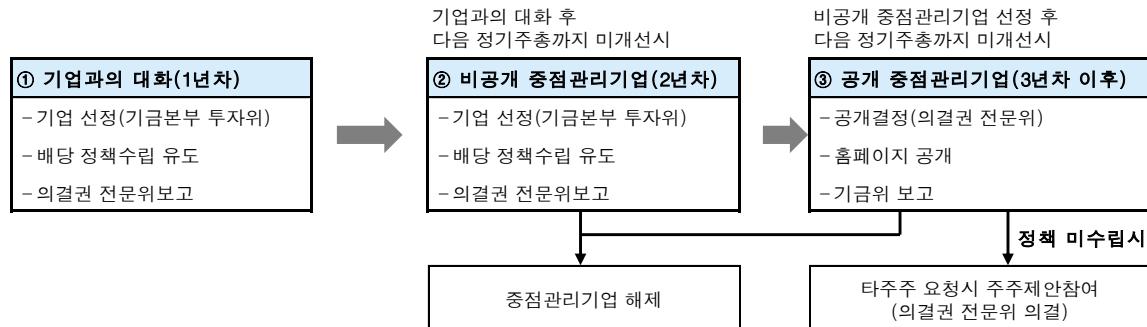
자료: 한국기업지배구조원, 하이투자증권

표 4. 국민연금 주주권행사 전체 로드맵(안)

이행시기	주주권행사 구분	주요내용		비고
		현황	개선	
'18년 하반기	배당관련 주주활동 개선	<ul style="list-style-type: none"> 배당성향 낮은 기업(연 4-5개 수준) 대상 합리적 배당정책 수립요구 미개선 기업은 명단 공개, 의결권행사 연계, 타주주 주주제안시 참여 	<ul style="list-style-type: none"> 합리적 배당정책 수립요구 강화 (▲개선여지가 없는 기업은 다음단계로 즉각 이행, ▲필요시 직접 주주제안권을 행사할 수 있도록 개선, ▲기업과 대화 대상기업 확대(연8-10개 수준) 등) 	- 국민연금의 배당관련 주주권행사는 경영참여 아님(자본시장법 시행령 개정 '14.12.9)
	의결권행사 사전공시	<ul style="list-style-type: none"> 원칙적 사후공시(주총 후 14일 이내 공시) 다만, 의결권전문위 결정은 사전공개 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 원칙적 사전공시 수탁자책임전문위 결정안건, 공개 주주활동 관련 기업 안건은 보도자료 배포 등 상세 설명 	
	주주대표소송	<ul style="list-style-type: none"> 미시행 	<ul style="list-style-type: none"> 시행근거, 제기 요건* 등 마련 *형사재판에서 손해액이 이미 확정되어 승소가능성이 높은 경우 등 시행 소송내역 공시근거 마련 등 	- 이사가 횡령, 배임 등으로 기업에 손해를 끼친 경우 제기(공익적 성격 有)
	손해배상소송	<ul style="list-style-type: none"> 시행 중 (대우조선해양 분식회계 관련 손해배상청구소송 진행 중) 	<ul style="list-style-type: none"> 시행 근거, 요건 명문화, 소송내역 공시근거 마련 등 	
	예상치 못한 기업가치 훼손이슈 발생시 주주활동	<ul style="list-style-type: none"> 비공개 대회를 시행 중이나 명문화되어 있지 않음 기업 불수용시 이에 따른 후속조치는 없음 	<ul style="list-style-type: none"> 관련내용 명문화 사안에 따라 비공개 대회 외 공개 주주활동 실시 및 의결권행사 연계 가능 	
'19년	주주활동 이행기준인 중점 관리사안 추가 선정·확대 ('19부터)	<ul style="list-style-type: none"> 배당만 존재 	<ul style="list-style-type: none"> 횡령, 배임, 부당지원행위, 경영진 사익편취 행위, 임원 보수한도 과다, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안 등 	
	기업과 비공개 대화 확대 ('19부터)	<ul style="list-style-type: none"> 배당성향 낮은 기업대상 *기업가치 훼손 이슈 기업에 대해 제한적 실시 중(기금본부 재량) 	<ul style="list-style-type: none"> 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)	<ul style="list-style-type: none"> 없음(유사한 성격인 '의결권지침' 존재) 	<ul style="list-style-type: none"> 의결권지침 등 활용하여 일반원칙*을 마련하고 공개 * 예) 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성되어야 한다 	
	위탁운용사 활용한 주주활동 확대 ('19년 상반기)	<ul style="list-style-type: none"> 미시행 	<ul style="list-style-type: none"> ▲위탁운용사 선정 및 정기평가시 스튜어드십 코드 참여, 이행하는 위탁운용사는 가점 부여 자본시장법 시행령 개정 후, 위탁운용 주식의 의결권행사는 위탁운용사에 위임 *투자일입자와 연기금 등으로부터 의결권을 위임받아 행사할 수 있도록 법령 개정 절차 진행 중(금융위) 	<ul style="list-style-type: none"> 코드 도입 가점 부여 등으로 위탁운용사도 성실한 수탁자 책임활동 유도효과 국민연금에 집중된 의결권행사 분산 가능(영향력 감소, 연금사회주의 우려 해소 등)
'20년	비공개 대화 후 미개선 기업 대상 비공개 중점관리기업 선정 ('20년 상반기)	<ul style="list-style-type: none"> 배당관련 미개선 기업만 선정 중점대상회사 선정, 공개 등까지 의무적으로 1년 소요 	<ul style="list-style-type: none"> 확대된 중점관리사안에 따라 비공개 대화 후 미개선된 기업 추가 선정 *횡령, 배임, 부당지원행위, 사익편취행위, 관련 기업 등 개선여지 있는 기업은 즉각 선정, 공개 등 다음 단계로 이행 	
	미개선 기업 대상 의결권행사 연계 ('20년 주총시)	<ul style="list-style-type: none"> 배당관련 미개선 기업만 연계 *재무제표 승인, 이사선임 등 반대 	<ul style="list-style-type: none"> 확대된 중점관리사안에 따른 미개선 기업과도 연계 *이사, 사외이사, 감사위원 등 선임에 반대 	
	미개선 비공개중점관리기업 대상 공개중점관리기업 선정(명단공개) 및 공개서한 발송 ('20년 하반기)	<ul style="list-style-type: none"> 배당관련 미개선 기업 배당은 경영참여에 해당하지 않아, 타주주 주주제안 참여 요청시 참여 중 	<ul style="list-style-type: none"> 비공개 중점관리기업 중 미개선된 기업을 대상으로, 선정하고 기업명 공개, 공개서한 발송 등 이행 	<ul style="list-style-type: none"> 기업 명성에 영향, 다른 주주와 공감대 형성 하여 간접적으로 기업행동 변화 유도
자본시장법上 경영참여 해당 주주권	사외이사 후보 추천 주주제안	<ul style="list-style-type: none"> 미시행 	<ul style="list-style-type: none"> 경영참여 해당사안으로 제반여건이 구비된 후 재검토 다만, 기업(이사회)이 요청하는 경우 '20년부터 시행('19년은 인력풀 마련 등 준비) 	
	국민연금 의사관철을 위한 의결권 위임장 대결	<ul style="list-style-type: none"> 미시행 	<ul style="list-style-type: none"> 제반여건이 구비된 후 재검토 	

자료: 보건복지부, 국민연금공단, 하이투자증권

그림 5. 국민연금 배당관련 주주활동 프로세스



자료: 보건복지부, 국민연금공단, 하이투자증권

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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6 개월간 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 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-