2020.01.20.

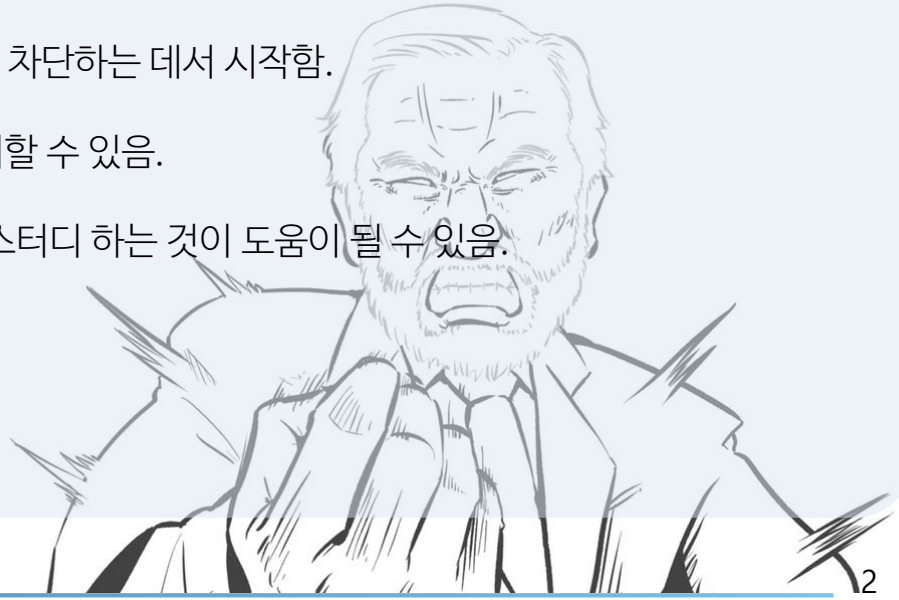


BARO INVESTMENT & SECURITIES

[Quant/Strategy]
이상민 Analyst
smlee@barofn.com

Summary

- **주주 행동주의**(Shareholder Activism)이란 경영에 적극적으로 관여함으로써 기업 및 보유 주식 가치의 상승을 추구하는 투자방식을 뜻하며, 이러한 기법을 활용하는 투자자를 **행동주의 투자자**(Activist Investor)라 함
- 주주행동주의에서 명분과 사회적 이미지는 우호 지분을 결집 시킬 수 있는 중요한 요소.
  가장 큰 명분은 장기 ROE의 개선과 대주주의 과도한 횡포를 들 수 있음
- 공격자의 전략은 정관을 보는 데서 출발하며, 이 정관의 취약점을 발견함으로써 전략을 세울 수 있음.
- 방어자의 전략은 공격자가 사내 이사를 선임하는 것을 최대한 차단하는 데서 시작함.
- 방어자는 자사주 매입, 정관 변경, 유상 증자 등을 통하여 방어할 수 있음.
- 가능한 사모 펀드 등의 공격을 받아본 기업의 정관을 위주로 스터디 하는 것이 도움이 될 수 있음.



1

주주 행동주의,
이-글부터 보십시오

이-글 (Eagle)



Source : Google, Baro Research Center

독수리의 시력은 6.0 ~ 8.0이기 때문에 사람보다 8배 더 멀리 볼 수 있다.

스튜어드십 코드 도입과 최근 엘리엇, KCGI의 대두로 인하여
주주 행동 주의가 여느 때 보다 관심받고 있는 시장이다.

'독수리의 눈'으로 시장을 관조하다 보면,
남들이 찾지 못하는 기회를 발견할 수 있을 것이라 믿는다.

주주 행동주의에 있어서,
'이-글(Eagle or This Text)' 부터 먼저 봐야 하는 이유다.

본격적으로 화두가 된 주주행동주의

- 2018년 11월 15일 KCGI 1호 펀드가 한진칼 지분 9%를 취득하였음을 공시하며, 주주 행동주의가 화두가 되기 시작
- 또한 2019년 에스엠 또한 주주제안 이슈가 불거졌던 바 있음
- 올해 또한 주주행동주의가 중요한 이슈로 불거질 것은 여전할 것
- 이에 본 자료는 '주주행동주의' 의 해외 사례가 아닌 한국 Case Study를 중심으로, 시사점등을 풀어 나가려 함

주주 행동주의(Shareholder Activism)란

- **주주 행동주의(Shareholder Activism)**이란 특정 기업의 주요 주주로 등재한 후,
  경영에 적극적으로 관여함으로써 기업 및 보유 주식 가치의 상승을 추구하는 투자방식을 뜻하며,
  이러한 기법을 활용하는 투자자를 **행동주의 투자자(Activist Investor)**라 함

- 2019년 자본시장의 화두는 주주 행동주의라고 하여도 과언이 아닐 것

과거 주주 행동주의 주요 사례

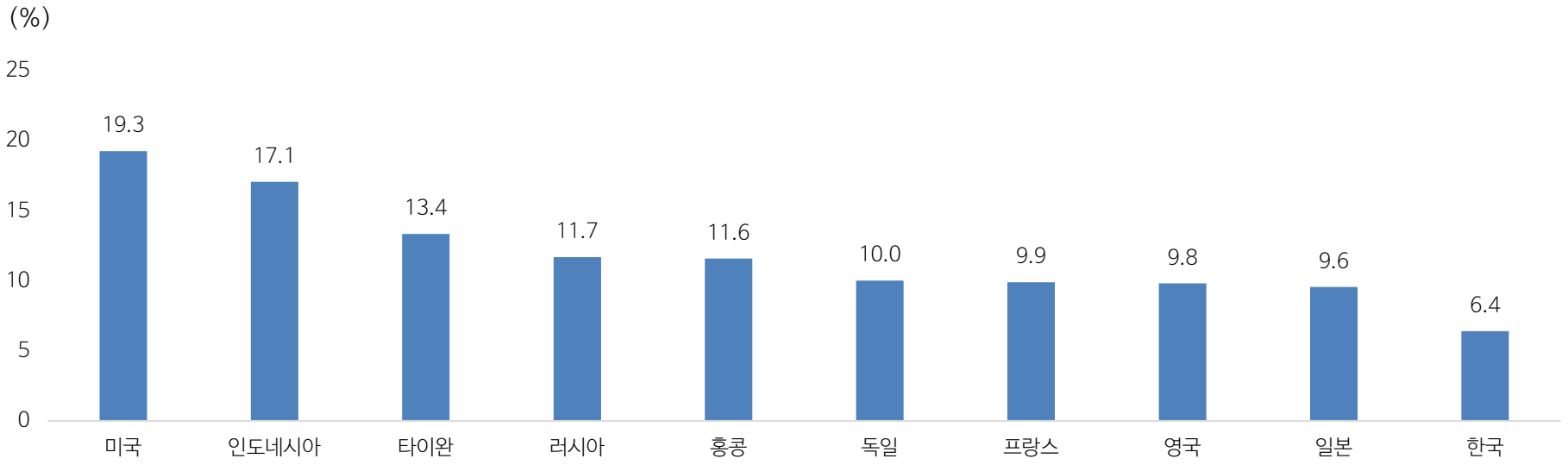
기업명	시기	펀드	내용	비고
SK텔레콤	1999년~2000년	타이거펀드	유상증자 반대, 액면분할 요구	
SK	2003년~2005년	소버린	SK 지분 14.99% 매입 후 경영진 퇴진 요구, 이사후보 추천 2년 3개월 후 전량 매각. 8,000억원 차익	
삼성물산	2003년~2004년	헤르메스	지분 5% 매입 후 우선주 소각 요구 외국인 지분 1년만에 20% 에서 46%로 증가	
KT&G	2005년~2006년	칼 아이칸	사외이사 진출 후 의결권행사, 회계장부 열람 요구 KT&G 지분 6.6% 매입 후 우선주 소각 요구 배당 확대, 주가 상승 등으로 1,500억원 차익	
삼성물산	2015년	엘리엇	제일모직, 삼성물산 합병 공개 반대 주총 결의 금지 등 소송하였으나 삼성이 승소	
GS홈쇼핑	2016년 1월	SC 펀더멘털	배당금 및 사외이사 선출요구 제안	
삼성전자	2016년	엘리엇	배당금 및 사외이사 선출요구+지주사(지배구조개편)	
현대차 그룹	2018년~2019년	엘리엇	배당금 요구 및 사외이사 제안, 지배구조 개편	손실

Source : 각 언론 취합, Baro Research Center

한국 주식시장이 효율적으로 돌아가려면 주주행동주의가 필요하다

- 한국의 ROE는 글로벌 평균 대비 매우 낮다.
- 이는 순이익의 증가 속도는 떨어지는데, 배당을 거의 하지 않다 보니 자기자본이 빠른 속도로 불어난 원인도 있다.
- 또한 이제 주식 시장의 가치 재고를 위하여 지배구조의 개편이 필요한 시점이다.
- 낮은 지분에도 불구하고 주주의 가치를 훼손하는 대주주의 만행을 견지할 필요가 있다.
- 적극적 주주행동주의를 통하여 기업 가치의 비효율이 개선되며, 한국 증시가 적정가치를 찾기를 희망한다.

글로벌 주요 국가의 12MF ROE



Source : Bloomberg, Baro Research Center

원론적으로 주주행동주의자들의 관심사는

- 원론적으로 주주 행동 주의자들의 입장에서는,
  PBR 낮으며, 현금성 자산이 많고 대주주 지분율이 낮은 기업을 찾는 것이 타당하다.

- 다만, 대주주 및 우호지분이 **1/3 미만**인 것을 찾아야 한다.
  이는 **특별결의를 단독으로 반대할 수 있느냐**를 판가름 하는 지분의 크기이다.

- 1/3 이야기 또한 물론 대전제는 주주행동주의에 반대하는 사람이 없어야 한다. 일종의 **최소 요건**인 셈이다.

- 바꾸어 말하면, **대주주의 지분이 1/3 이상을 초과하는 경우**에는 대주주가 무리 할 필요가 없다.

특별결의 Vs. 일반결의

	결의 요건	사 항
보통결의	출석한 주주 1/2 이상 And 발행주식 1/4 이상	1. 기본적인 이사와 감사, 청산인 선임 2. 재무제표 등과 회사 청산의 종결 승인 3. 임원들의 급여, 주식배당 결정 4. 자본전입과 주식배당의 결정 5. 검사인 선임 6. 기타
특별결의	출석 주주의 2/3 이상 And 발행주식의 1/3 이상	1. 법인 설립시 정관 기재한 부분의 변경 2. 영업의 양도 또는 합병과 분할 3. 자본금 감소 4. 회사의 해산 또는 계속 5. 이사와 감사의 해임 6. 기타

Source : Baro Research Center

생각보다 중요한 것이 명분과 사회적 이미지이다

- 주주 행동주의에서 명분과 사회적 이미지는, 우호지분을 결집시킬 수 있는 중요한 요소이다.

- 당사는 중요한 명분을 크게 두 가지로 판단하고 있다.
  1) **대주주의 과도한 횡포를 견제** 2) **기업의 장기 ROE의 개선을 통한 주주 가치 제고**

- 특히 봉건적 기업 문화가 잔존해있는 한국에서는,
  대주주의 과도한 횡포 라는 명분이 비교적 쉽게 이야기 할 수 있는 카드인 셈이다.

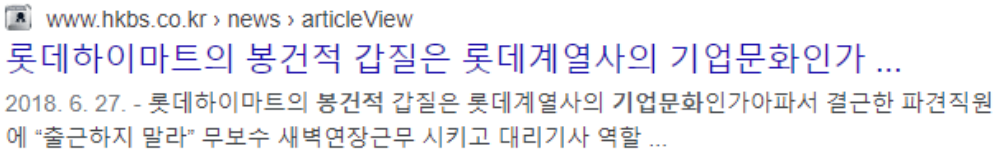
엘리엇의 명분은 왜 실패한 제안이 되었는가

- 엘리엇은 2019년 2월 26일, 현대차와 모비스에 우선주를 포함하여 배당금 5.8조원과 2.5조원을 각각 요구.
- 또한, 현대차에 3명, 모비스에 2명의 사외 이사 후보를 제안하였음.
  이 중 로버트 알렌 크루즈 후보는 경쟁사인 중국 전기차 업체 카르마의 CTO로 이해상충 이슈가 존재하였음.
- **무리한 요구는 오히려 명분을 잃게 된다**. 또한, 배당의 경우가 더욱 그렇다.
  현대차를 비롯한 한국 기업들은 끊임없이 CAPEX를 투자해야 이익을 창출할 수 있는 구조이다.
- 이 때문에, **장기 ROE를 훼손할 우려**가 있는 주주의 요구는 다른 주주들이 반대할 가능성도 높음을 염두에 두어야 한다.
- 바꾸어 말하자면, **장기 ROE의 개선이 이루어지는 방향의 제안**이어야, 타 주주들도 납득할 수 있는 제안이 될 수 있다.
  단기 주주 이익의 극대화가 아닌, 장기 주주이익의 극대화여야 한다.

찬성할 명분을 찾기 보다는, 굳이 반대할 이유가 없는 명분이 더 쉽다

- 주주 행동주의에서 명분과 사회적 이미지는, 우호지분을 결집시킬 수 있는 중요한 요소이다.
- 당사는 중요한 명분을 크게 두 가지로 판단하고 있다.
  1) 대주주의 과도한 횡포를 견제 2)기업의 장기 ROE의 개선을 통한 주주 가치 제고
- 특히 봉건적 기업 문화가 잔존해있는 한국에서는,
  대주주의 과도한 횡포 라는 명분이 비교적 쉽게 이야기 할 수 있는 카드인 셈이다.

한국의 특성상, 대주주의 과도한 횡포와 봉건적 기업 문화를 기업 가치 저하와 연결시켜 말할 수 있다.


www.hkbs.co.kr › news › articleView
롯데하이마트의 봉건적 갑질은 롯데계열사의 기업문화인가 ...
2018. 6. 27. - 롯데하이마트의 봉건적 갑질은 롯데계열사의 기업문화인가아파서 결근한 파견직원에 "출근하지 말라" 무보수 새벽연장근무 시키고 대리기사 역할 ...

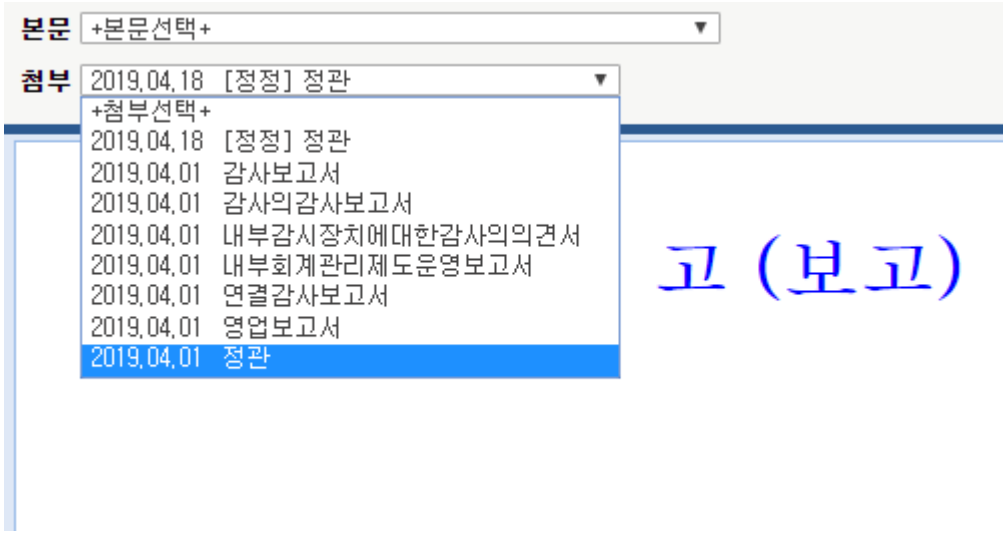
Source : 언론 검색 취합, Baro Research Center

주요계열회사는 상장회사인 대한항공 29.6%(시가총액 3조 3,385억원), 진에어 60.0%(시가총액 5,580억원), 한진 22.2%(시가총액 6,346억원)를 가지고 있으며, 비상장회사는 정석기업 48.3%(장부가 902억원), 칼호텔네트워크 100%(장부가 2,925억원), 토파스여행정보 94.4%(장부가 537억원), 제동레저 100%(장부가 266억원), 와이키키리조트 100%(장부가 76억원) 등을 보유하고 있습니다. 상장회사는 높은 부채비율과 대주주일가의 일탈 행위로 경쟁사대비 저평가 받고 있으며, 비상장회사는 장부가로 반영하면서 실제가치대비 기업가치가 현저하게 저평가되어 있습니다.

Source : 2019.1.21자 보도자료 참고 1. 한진칼, KCGI, Baro Research Center

2

공격자의 전략,
정관에서 출발한다



정관은 DART에서 연간 사업보고서에서,
첨부 파일에서 확인할 수 있다.

많은 투자자들이 정관을 자세히 살펴 보지 않지만,
공격자의 전략은 대부분 정관을 살펴 봄으로써,
내가 어디까지 회사에 개입할 수 있는지를
파악하며 시작된다.

공격자의 강점

- 경영권 분쟁 등에 있어서, 일반적으로는 방어자가 유리한 것이 한국의 현실이다.

- 그러나 공격자의 강점도 있다.

① **대상과 시기**를 선택할 수 있다.
② 방어자의 **과거 실적과 비리** 등으로 공격할 수 있다.
③ 공격자는 방어자에 비해 내부자에 대한 **선별적 대우**가 가능하여 포섭의 가능성이 있다.
④ **신분**과 **개인 정보**가 방어자에 비해 상대적으로 **은폐**되어 있어, 방어자가 약점을 파악하기 힘들다.

공격 전략 세우기, 정관에서부터 출발한다

- 주주 행동주의에 나서기로 한 '공격자'의 입장에서 살펴보자.
- 일반적으로 주주 행동주의자가 공격에 나서기로 마음먹고,
  대주주 지분이 낮은 기업을 찾았다고 가정해보자. 해야 할 일은 두 가지다.

  1) **정관**을 봐야 한다.
  2) 지분 3%를 넘은 상황이라면, **주주 명부 열람**을 요청하면 좋다.

공격 전략 세우기, 정관에서 출발함

대상기업 물색	정관 확인	주주 명부 열람
유형자산 얼마나 되나?	독소조항이 있는가?	숨은 우호지분이 있는가?
대주주 지분은 얼마나?	사내이사의 수는?	백기사 가능성은?
명분이 있는가?	사내이사 자격에 제한은?	
	특별결의사항은 무엇인가?	

주주 명부를 봐야 하는 이유

- 주주 명부 열람을 요청하는 이유는, 숨겨둔 우호 지분이 있는지를 확인하기 위해서이다.
  숨겨둔 우호 지분은 주로 거래처일 가능성이 높다.

- 방어자는 경영권 분쟁에 **대상 기업의 자금과 조직을 활용**할 수 있다.
  다만, **소송, 분식회계, 흑기사 확보 등에 대한 비용**이 공격자에게는 불리한 요인일 수 있다.

일반적 주주명부 양식

주 주 명 부

주 주 명	주민등록번호	1주의 금 액	주 식 수	납입금액
홍길동	801010-1661111	10,000	20,000	200,000,000
이몽룡	790101-1112220	10,000	10,000	100,000,000
성춘향	800102-2115610	10,000	10,000	100,000,000
계			40,000	400,000,000

Source : 법무부, Baro Research Center

정관을 봐야 하는 이유

- 정관을 보는 이유는, 간혹 회사의 정관에 방어장치로 도배를 해 놓은 경우가 있기 때문이다.
  가장 좋은 방법은, 주주 행동 주의를 경험해 본 기업들의 정관을 미리 봐 두는 것이다.

- 일반적으로, 정관의 20~30조에 이사회에 관한 사항이 주로 집중되어 있다.
  먼저 특별결의 사항과 일반결의 사항부터 정리해 볼 필요가 있다.
  그리고 표준 정관과 어떤 사항이 다른 지를 정리하는 것이 좋다.

- 일반적으로 주주 행동주의자들은 의외로 뜻하는 바를 이루기 쉽지 않다. 이를 판가름 하는 것은 **상법 인 경우가 많다**.

Case Study

- A사는 일반적인 경우와 다르게, 사내 이사 선임으로 3년 이상의 근속자만 가능하게 해 놓았다.
- 주주 행동 주의자 측이, **외부자를 사내 이사로 선임이 거의 불가능**하게 막아놓은 셈이다.
- 만약 주주 행동주의자가 공격하는 입장에서,
  이러한 **조항이 없다면 주주제안으로 사내이사를 선임할 수 있다는 점을 시사**한다.
- B 사의 정관 30조도 비슷하다. 3년 이상 근속자는 보통결의, 3년 미만 근속자는 특별결의다.
- 일반적으로 사내 이사의 경우 **해임**은 **특별결의**로, **선임**은 **보통결의**로 이루어 진다.
  이를 감안하면 B 기업의 조항은 이례적인 조항인 셈이다.

A사의 정관 제 29조 2항 : 이사의 수 및 자격

제29조 (이사의 수 및 자격)

② 사외이사를 제외한 이 회사의 이사는 이 회사 및 이 회사의 관계회사에 **3년 이상 재직한 자**로 한다.

B사의 정관 제 30조 : 이사의 선임

② 이사의 선임은 출석한 주주의 의결권의 과반수로 하되 발행주식총수의 4분의 1이상의 수로 하여야 한다.

다만, 이 회사의 이사로 선임되는 자로서 이 회사에 **3년미만 근무한 자**가 이사(사외이사 제외)로 선임되기 위해서는

출석한 주주의 **의결권의 3분의 2 이상의 찬성과 찬성한 주식 총수가 발행주식총수의 3분의 1 이상**이어야 한다.

Source : Dart, Baro Research Center

Case Study : C사의 정관 29조

- C 사의 경우 이사의 수를 **3인 이상**으로 정하였다. 표준정관을 그대로 따 온 것으로 추정된다.
- 바꾸어 말하면, 이사의 **상한선을 정하지 않은 것이 문제**가 될 수 있다.
- 이사를 **해임**시키기 위해서는 **특별 결의**로 2/3이상의 찬성이 있어야 한다.
  그러나 이사의 **선임**은 **일반 결의**이다.
- 이 때문에 공격자는 무리해서 이사를 해임하려고 애 쓰기 보다,
  과반수 이상의 등기이사를 선임하여 과반수 이사진을 장악하고
  이사진 절반의 의결으로 대표이사 해임 및 선임을 공격 전략으로 가져가는 것이 타당할 것이다.
- 굳이 정기 주총이 아니더라도, 임시 주총 개최로 사내이사를 신규로 선임하는 전략이 타당할 것이다.

C 기업의 정관 제 29조 : 이사의 수

제29조 (이사의 수)

① 이 회사의 이사는 **3인 이상**으로 한다. 단, 사외이사는 3인 이상으로 하고, 이사 총수의 과반수로 한다.

② 사외이사의 사임,사망 등의 사유로 인하여 사외이사의 수가 제1항에서 정한 이사회의 구성요건에 미달하게 되면 그 사유가 발생한 후 처음으로 소집되는 주주총회에서 그 요건에 합치되도록 사외이사를 선임하여야 한다.

Source : Dart, Baro Research Center

이사의 최대 수가 제한이 없는 기업 List

- 유니버스는 본 보고서를 작성하면서 알게 된 기업을 포함하여,
  PBR 1배 미만, 최대주주 + 자사주 지분 합이 33%를 하회하는 기업 중,
  시가총액 500억 이상, 60일 평균 거래대금 5억원 이상 기업을 유니버스로 하였음.

- 약 10여개의 기업을 찾을 수 있었으며, 해당 기업 중에서는 실제로 관련 분쟁을 겪은 경험이 있는 기업 존재.

- PBR이 1배를 하회하며 정상경영이 이루어 지는 기업이라면, 순자산을 재배치 하여 ROE를 높일 수 있는 여지가 있을 수 있음

- 이사의 최대 수에 제한이 없다는 것은, 앞서 말하였듯 사내 이사진을 장악할 수 있는 가능성을 제시해 줌

사외이사나 감사위원회는?

- 사외이사나 감사위원회에 들어가게 되면, 회사에 어떠한 **사건이 발생 시 이사회에 참여**할 수 있다.
- 이 때문에 반대표 정도는 던질 수 있으나, 일반적으로 인원수에서 밀리게 된다.
- 이 때문에 실제로 회사 경영권에 주는 영향은 미미하다.
- 그러나, **사내 안건**을 지속적으로 **반대**하면서 **언론 플레이**를 곁들이는 방법 정도는 가능하다.
- 이 때문에 해외 케이스를 보면, 지분을 재매입 하거나 배당을 올리는 경우가 존재한다.

Case Study : 표준정관의 경우

- 이상의 케이스는 표준 정관에서는 아래와 같이 서술되어 있다.
- 특히 이사의 상한선이 없고, 보통결의가 일반적으로 많다는 점에 주목할 필요가 있다.
- 그래서 표준 정관을 그대로 가져왔다면, 이 부분에서 방어측의 취약점이 생기는 것으로 판단한다.
- 일반적으로 정관 변경 시,
  보통결의를 특별결의로 바꾸는 행위는 최대주주의 영향도 약해지는 결과를 초래한다.
- 이 때문에, 특별결의로 이사를 선임하는 경우는 굉장히 드물다.

법무부 표준 정관 제 21조, 제 22조

제21조 (이사와 감사의 수)

이 회사의 이사는 1인 이상, 감사는 1인 이상으로 한다.

제22조 (이사의 선임)

① 당 회사의 이사는 발행 주식 총수의 과반수에 해당하는 주식을 가진 주주가 출석하여 그 의결권의 과반수로 선임한다.

Source : 법무부, Baro Research Center

Case Study : 그 외 특이한 정관들

- 한국에서 보기 드문 황금 낙하산의 사례. (3항)
- 또한 적대적 기업인수 및 합병에 의해 정관 변경시, 개정 및 변경이 까다로워 지는 방법을 쓰기도 함
- 주로 IT, 바이오 등 유상증자 등이 종종 필요한 기업의 경우,
  대주주의 지분이 낮아져 경영권이 위협받는 상황을 줄이기 위하여 채용하기도 함

모 기업의 정관

제37조 (이사의 보수와 퇴직금)

① 이사의 보수는 주주총회의 결의로 이를 정한다.
② 이사의 퇴직금의 지급은 주주총회 결의를 거친 임원퇴직금지급규정에 의한다.
③ 이사가 임기 중에 **적대적 인수합병으로 인하여 실직할 경우** 통상적인 퇴직금 이외에
퇴직 보상액으로 **대표이사에게 50억원, 각 사내이사에게 30억원을 지급**한다.

④ 제3항의 조항을 개정 변경할 경우 **그 효력은 개정 또는 변경을 결의한 주총이 속하는 사업연도 종료 후 발생**한다.

⑤ 주주총회의 결의사항 중 **적대적 인수합병을 위한 안건임이 명백**하여 주주총회 개최2주일 전까지 **이사회의 결의로 이를 확인한 경우**, ③항, ④항, ⑤항의 각 조항을 개정 또는 변경 할 경우에는 출석한 **주주의 의결권의 100분의 90이상의 수와 발행주식총수의 100분의 70이상의 수로써 의결**하여야 한다.

Source : Dart, Baro Research Center

자산 운용사가 주주 행동주의를 시도한다면

- 현실적으로 자산 운용사가 주주행동주의, 또는 적대적 인수합병을 하는 경우를 가정해 보자.
- 자기 우호 지분 2/3을 달성하는 것이 힘들다. 이 때문에 경영권 개입 등을 하기는 힘들다.
- 또한 자금의 성격상, 투자자들이 결과가 나올 때 까지 기다려 줄 수 있는 지가 문제이다.
  단기적인 성과에 매달릴 수 밖에 없는 구조이기 때문이다.
- 그러나 배당 확대 요구 등은 충분히 가능할 수 있다.
  일반적으로 **보통결의**, 즉 출석의결권수의 과반수이기 때문이다.
- 의외로 **한 때 주도주였던 섹터**에서 주주 행동주의의 기회가 나올 수 있다.
  대주주 지분이 1/3을 미달하는 경우, 운용사들이 지분을 지속 매입하더라도 수익 추구 목적으로 이해할 가능성이 높다.
- 또한 주가가 하락할 시, **배당 및 지배구조 등을 주가 하락의 명분**으로 제시할 수도 있다.
  명분이 대주주 측에 있지 않기 때문에, 타 주주들도 호응을 할 가능성이 비교적 높은 셈이다.

3

사측의 방어 전략 Case Study

사측은 기본적으로 어떻게 방어하나?

- 사측은 수상한 지분 매입이 발생한다면 여러가지 방어책을 강구할 수 있을 것이다.
- 자금 여력이 있다면, **자사주 매입** 등이 제일 심플하고 강력한 방법이다.
- 만약 그렇지 않은 상황이라면, **정관을 바꿀 필요**가 있다.
  보통 결의가 되어있는 조항 중, **치명적일 수 있는 것들은 특별 결의로 바꾸는 것**이다.
  Ex) 이사의 수, 사내이사 관련 조항 등
- 상법에서 정관의 통관 요건을 낮추는 것은 허용하지 않는데, 높이는 것은 허용하고 있다.
  이는 기존 대주주에게 불리하기 때문이다.
  바꿔 말하면, 이는 새로이 대주주가 되고자 하는 사람에게도 굉장히 머리아픈 조항일 수 있다.
- 그러나 상법 제 433조 제 1항에 의하여, **정관 변경은 특별결의**를 거쳐야 한다.
  만약 공격자가 지분을 충분히 인수하였다면 쓸 수 없는 대책이다.
- 경영권 개입은 사내 이사로 들어가야 한다.
  이것이 차단되어 버리면, 사외이사에 아무리 우군이 많다 하더라도 경영권 위협이 힘들다.
- 이 때문에, **방어 전략은 사내 이사 진입을 차단하는 데서부터 시작**해야 한다.
- 또한 공격자는 일반적으로 **자금 또는 시간의 압박**이 있어,원하는 것을 달성하지 못하면 지치게 된다.
  이 때문에 일반적으로 사측은 이것을 노리게 된다.

주식 등의 대량 보유 상황 보고 (5% 룰)과 사외 이사

- 개인이나 기관이 상장 및 등록 기업 주식을 5% 이상 보유하거나,
  5% 이상 보유 지분에 대하여 **1% 이상 지분 변동이 있을 시** 금융 감독원에 **5일** 이내 보고해야 하는 제도이다.

- 지분에는 주권, 신주인수권부사채, 전환사채, 신주인수권 등이 모두 포함된다.

- 적대적 인수합병을 막기 위해 1991년 도입되었다.

- 만약 공시를 하지 않거나 뒤늦게 한다면, 사측에서는 **의결권을 제한**시킬 수 있다.
  이 때문에 공격자는 지분이 1% 변동될 때 마다 공시를 해야 한다.

- 10%가 넘어가면 주요주주가 된다. 일반적으로 5~10%까지는 까다롭지가 않다.
  다만 10%가 넘어가면, 대주주와 같은 기준으로 잣대가 적용된다.

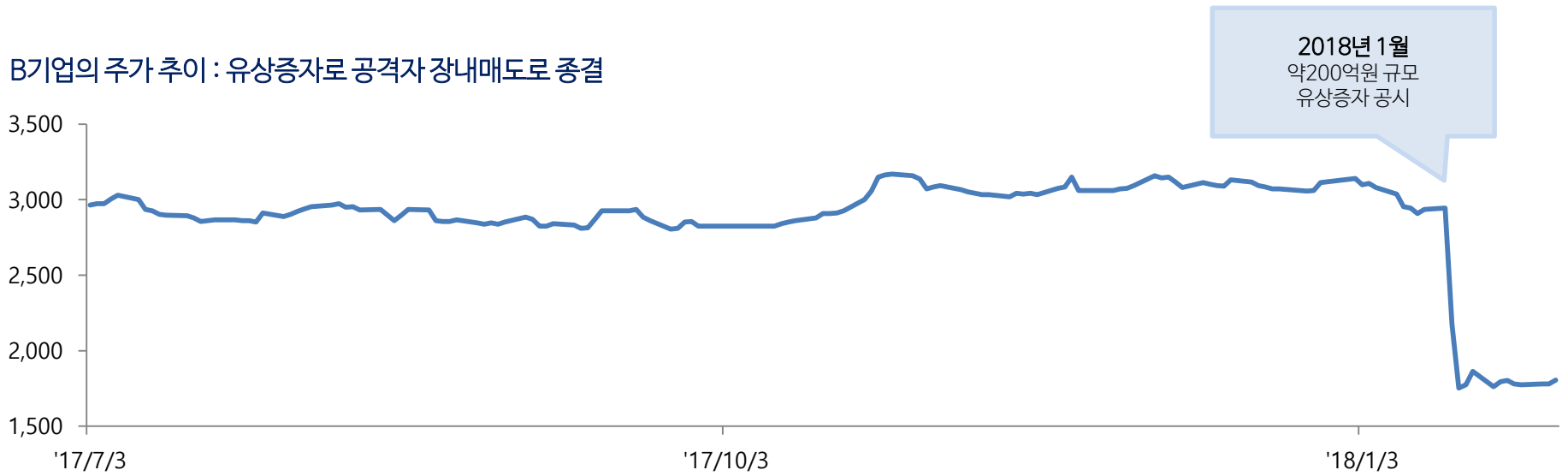
- 사외이사나 감사위원회에 들어가게 되면, 회사에 어떠한 사건이 발생 시 이사회에 참여할 수 있다.
  이 때문에 반대표 정도는 던질 수 있으나, 일반적으로 인원수에서 밀리게 된다. 이 때문에 영향은 미미하다.

- 그러나, 사내 안건을 반대하면서 언론 플레이를 곁들이는 방법 정도는 가능하다.
  이 때문에 해외 케이스를 보면, 지분을 재매입 하거나 배당을 올리는 경우가 많다.

공격자가 자금제한이 있다면

- 공격자가 만약 자금에 제한이 있다는 확신이 있다면 유상증자를 하는 것도 방어책이 될 수 있다.
- 다만 자금이 풍부한 자산 운용사라면, 이는 오히려 먹이감이 될 수 있다.
  오히려 해당 유상증자 물량을 모두 매입해 버릴 수 있기 때문이다.
- 만약, 개인투자자 또는 영세한 규모의 자산 운용사가 경영권을 위협하는 상황인데
  레버리지를 사용하고 있다는 확신이 있는 제한적인 경우에 한해서만 해당 방어책이 유효할 것으로 판단한다.
- 실제 B기업의 경우, 공격자가 유상증자로 인하여 지분 32%를 장내매도하였다.

B기업의 주가 추이 : 유상증자로 공격자 장내매도로 종결



Source : Fnguide, Baro Research Center

결론

- 주주 행동주의를 시도하는 투자자는 정관을 가장 먼저 봐야 한다.
- 그리고 3% 지분을 매입한 후, 숨겨진 우호지분을 확인해야 한다.
- 또한 사내 이사 수의 최대치, 선임 제한, 특별결의 및 일반결의 조항 등을 체크해 볼 필요가 있다.
- 가능한 사모펀드 등의 공격을 받아본 기업들의 정관을 토대로 케이스 스터디를 해 볼 필요가 있다.
- 만약 표준정관을 사용하는 기업의 경우라면, 방어책이 미비하다는 것을 시사한다.
- 제한적인 경우에 한하여, 유상증자 또한 방어의 방법이 될 수 있다.
- 사측의 방어 전략은, 공격자가 가능한 사내이사를 선임하지 못하게 하는 데에서 출발한다.

4

근래의 Case Study

본 자료는 일반론이나 해외 사례가 아닌,
국내의 사례를 최대한 담으려고 노력하였다.

널리 알려진 대기업 보다는,
많이 알려지지 않은 중소 및 중견 기업들의 사례를
살펴보도록 하자.

Case #1. A사

- 정관을 보면 최대 주주 제한이 없음 → 사내이사 추가 선임이 가능함을 시사.
- 최대주주 지분 20% 하회 → 33.3%가 특별결의 저지를 위한 커트라인임을 감안하면, 13.3%의 여유가 있음
- 자산운용사 + 연기금 지분율이 33.3% 상회 → 반대할 이유가 없는 명분이 중요하지 않을까?
- 정관에 특별 결의 사항이 없으며, 독소조항이 없음 (Ex. 황금낙하산)

A사 지분 구조

항목	지분율 (%)
최대주주	19
연기금	10
A자산운용	8
B자산운용	8
C자산운용	5
공시제외주주	49

A사 정관 내용 및 현재 등기임원 현황 (2019. 3Q 분기보고서 기준)

제29조(이사 및 감사의 수)
① 이 회사의 이사는 **3명 이상**으로 하며, 사외이사는 이사 총수의 4분의 1 이상으로 한다.

등기임원 총 6명 :
공동대표 2명 (등기임원, 상근)
사내이사 3명, 사외이사 2명, 감사 1명

→ 사내이사 5명을 이사회에서 선임을 할 수 있다면 대표도 교체 가능하다.
그러나 주주들이 이를 선호할지는 미지수이다.

주) 본 재무제표 및 지분구조는 회사를 익명으로 하여, 실제 숫자에 가깝게 재구성한 숫자로, 실제의 숫자와는 다소 차이가 있음을 밝힘.

Case #1. D사 : 실패 Case

- 최대주주 일가가 일감 몰아주기로 편법 증여를 했다는 논란에 휩싸였음.
  2014년에는 사업부를 분리하여, 대표 일가의 회사에 일감 떼어주기를 한 것으로 확인되었음.

- 대표의 차남은 2011년 5월 자본금 3억원으로 K사를 설립, 대표자리에 오름
  대표의 삼남은 동년 6월 자본금 1.5억원으로 P사를 설립.

- K사와 P사 모두 설립한 이후 급성장을 거듭하여, 2015년 기준 각각 영업이익 약 159억원, 80억원 기록
  실적은 모회사를 비롯한 특수관계인과의 거래로 대부분 발생.

- 반면, 모회사 해외 법인은 매출이 50%가량 성장하였음에도 불구하고 영업이익률이 약 5%에서 적자전환,
  자회사 K사와 P사는 각각 약 40%, 약 34%의 영업이익률이 발생함.

해외법인 손익계산서 (2012 ~ 2015)

연도별	2012	2013	2014	2015
매출액	380	1110	1700	2290
순이익	-55	76	80	-5
순이익률	-14.5	6.8	4.7	-0.2

K사 손익계산서 (2012 ~ 2015)

연도별	2012	2013	2014	2015
매출액	2500	2900	2000	4000
영업이익	550	750	500	1590
순이익	360	700	400	1400
영업이익률	22.0	25.9	25.0	39.8
순이익률	14.4	24.1	20.0	35.0
해외 법인과의 특수 거래 매출	2400	2600	1600	3800

주) 본 재무제표는 회사를 익명으로 하여, 재무제표를 실제 숫자에 가깝게 재구성한 숫자로, 실제의 숫자와는 다소 차이가 있음을 밝힘.

Case #1 . D사 : 소액주주들, 대주주 일가를 배임으로 형사 고발하였으나

- 소액주주들은 대주주 일가와 사외이사, 감사를 배임으로 형사고발 한 후, 소액주주대표 소송을 진행.
  또한, 정기 주총에 앞서 소액주주 차등 배당, 자사주 매입 및 소각, 임직원 복리후생 강화 등 주주제안을 진행하였음.
- 차등 배당의 건은, 대주주는 배당이 없는 대신 소액주주에게 주당 1천원의 배당을 지급하는 안건.
- 해당 소액주주는 지분 3%(약 40만주)를 보유하고 있었음.
- 그러나 증거 불충분으로 무혐의 처분

당시 쟁점이 되었던 〈독점 규제 및 공정 거래에 관한 법률〉

제 23조 (불공정 거래 행위의 금지)

사업자는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위로서 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위를 하거나,
계열회사 또는 다른 사업자로 하여금 이를 행하도록 하여서는 아니된다.

7. 부당하게 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 행위를 통하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위
   가. 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금 · 대여금 · 인력 · 부동산 · 유가증권 · 상품 · 용역 · 무체재산권 등을 제공하거나 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위
   나. 다른 사업자와 직접 상품 · 용역을 거래하면 상당히 유리함에도 불구하고 거래상 실질적인 역할이 없는 특수관계인이나 다른 회사를 매개로 거래하는 행위

Source : 국가법령정보센터, Baro Research Center

Case #2. 한진칼 단기 차입금 1600억에 대한 KCGI의 주장

- KCGI는 유튜브 채널 〈KCGI TV〉에서 아래와 같이 발언. (한진칼 단기차입금 1,600억원의 진실은? 2019. 10. 7.)
- 2018년 12월 5일 한진칼은 1600억원 단기 차입을 결정하였으며, 목적은 만기도래 차입금 상환 및 운영자금 확보.
- KCGI는 해당 차입에 대하여 다음과 같이 판단하였음.
  한진칼은 1600억원의 단기 차입금을 주장한 바와 같이 사용하지 않았음.
  또한, 이 차입의 목적은 자산총액을 2조원으로 늘려, 현행 감사 제도를 감사위원회로 대체하기 위함
  이를 통하여 KCGI의 감사선임을 봉쇄하기 위함이라 판단하였음

KCGI의 주장 : 감사위원회가 조씨 일가에게 유리하다

- 상법 제 542조의 12 제 3항에 따르면 감사 선임 시 **최대주주와 특수관계인 지분을 합산하여 3% 이상의 의결권을 행사할 수 없음**
- 즉, 감사위원회를 설치하지 않았다면 조씨 일가는 당시 **보유한 지분 28.95% 중 단 3%밖에 의결권을 행사**할 수 없었을 것

- 상법 제 542조의 11 제 1항에 따르면 **자산총액 2조원 이상의 상장회사는 감사위원회를 설치**하여야 함
- 한진칼은 2018년 12월 5일 **단기차입금 1,600억원을 빌려 자산총액을 2조 165억원**으로 만듬
- 감사위원회의 감사위원은 회사의 이사 중에서 선발하는 것이 원칙이며, **이사 선임 단계에선 3% 의결권 제한이 없음.**
- 따라서 감사위원회 제도가 되면 **이사 선임 단계에서 조씨 일가가 힘을 발휘할 수 있어 유리**

Source : KCGI TV, Youtube, Baro Research Center

Case #3. 개인투자자의 공격

- 한 개인 투자자가 2014년 1월 경영참여를 이유로 지분 6.55%를 보유했다고 공시
- 장내 매수를 이어가며 11월 **지분율 32.8% 달성하며 최대주주**가 되었음
- 회사측이 영리하게 대응하였던 것은, 수상한 지분매입이 발생하자 정관의 주요 사항을 **특별결의**로 변경 했다는 것
- 최대 주주가 되었지만, 공격자측은 **정관의 내용** 때문에 아무 것도 할 수 있는게 없었음
- 결국 유상증자로 인하여 공격자측이 지분을 전량 매도하며 마무리

해당 기업의 지분율 및 정관 내용

	지분율 (%)
개인투자자 A씨	32.8
오너	28.6
특수관계인	4.1

제 30 조 (이사의 선임)
② 이사의 선임은 출석한 주주의 의결권의 과반수로 하되 발행주식총수의 4분의 1이상의 수로 하여야 한다.
다만, 이 회사의 이사로 선임되는 자로서 이 회사에 3년미만 근무한 자가 이사(사외이사 제외)로 선임되기 위해서는 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 찬성과 찬성한 주식 총수가 발행주식총수의 3분의 1 이상이어야 한다.

제 38 조 (이사회의 결의방법)
① 이사회의 결의는 이사 과반수의 출석과 출석이사의 과반수로 한다.
다만 상법 제397조의2(회사기회유용금지) 및 제 398조(자기거래금지)에 해당하는 사안에 대한 이사회 결의는 이사 3분의2 이상의 수로 한다.

Source : KCGI TV, Youtube, Baro Research Center

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.

당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.

본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.

본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나,
당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.