

© BRIEF

E.S.G.

# SM엔터, 은행주 캠페인 사례연구 및 한국형 지배구조 개선 시사점



**이창환**  
얼라인파트너스자산운용 대표

\* 이 글은 2023년 3월 16일 제4차 E.S.G. 법제 포럼에서 논의를 거쳐 저자가 정리한 의견으로서, G - Brief에 수록된 글의 저작권은 한국법제연구원에 있습니다.

\*\* 따라서 이 글을 인용할 경우, 이창환, “SM엔터, 은행주 캠페인 사례연구 및 한국형 지배구조 개선 시사점”, G - Brief No.11., 한국법제연구원(2023), ○○면을 표기하여야 합니다.

## 1. SM엔터테인먼트 주주행동 사례연구

최근 K-POP의 확산과 세계화에 힘입어, K-POP 산업과 비즈니스 모델 확장이 더욱 가속화되었다. 지난 5년 간 (2018년~2022년) K-POP 음반 수출액의 연평균 성장률은 아시아 33%, 북미 64%, 유럽 45%에 달하며, 기존의 음반/음원/콘서트 등 전통적 사업모델에 더해 웹 플랫폼, 메타버스, NFT 등 K-POP과 신기술이 결합된 새로운 사업모델이 등장하면서 K-POP 원천 IP를 보유하고 꾸준히 생산할 수 있는 인프라와 노하우를 갖춘 국내 주요 엔터테인먼트기업의 가치는 나날이 높아지는 중이다.

특히 SM엔터테인먼트는 1995년 설립 이래 수많은 인기 아티스트들을 배출해온 K-POP의 대표 기업이다. 콘서트, 굿즈 제작, 드라마/예능 등 콘텐츠 제작, 광고사업 등 K-콘텐츠 사업 전반을 아우르는 사업 포트폴리오를 보유하고 있으며, K-POP 산업의 성장과 함께 SM엔터테인먼트 역시 꾸준히 성장하여, 2022년에는 매출액이 약 8,500억원에 달하였다. 1세대 아이돌인 보아부터 4세대 아이돌인 NCT, 에스파에 이르기까지, SM엔터테인먼트는 경쟁기업인 하이브 및 JYP와 비교해서도, 최고/최다의 아티스트 포트폴리오를 보유하고 있었다.

[그림-1] K-POP 3사 아티스트 라인업 및 연간 앨범 판매 중 아티스트별 비중 비교<sup>1)</sup>

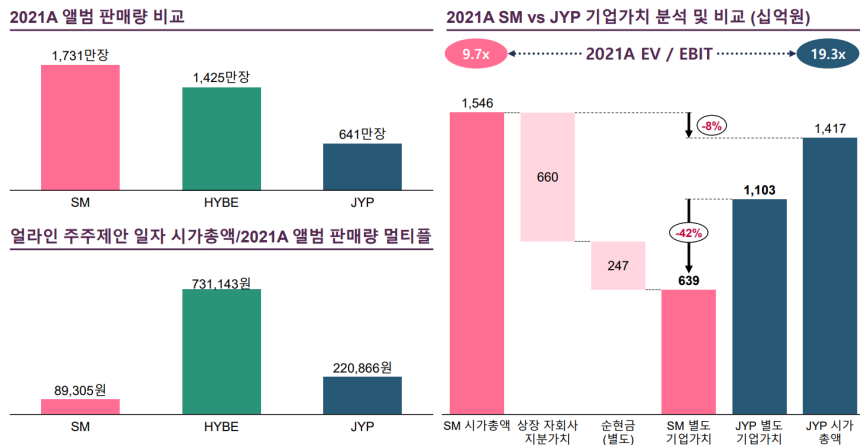
	SM	HYBE	JYP
1세대	보아, HOT (강타)	n/a	n/a
2세대	TVXQ, Super Junior, 샤이니, 소녀시대	n/a	2PM
3세대	EXO, 레드벨벳	BTS, 세븐틴, TXT	트와이스, Stray kids, ITZY
4세대	NCT, 에스파, ...	엔하이픈, 르세라핌, 뉴진스, ...	Xdinary Heroes, 엔믹스, ...
연간 앨범 판매	4세대 (NCT/에스파)	BTS	트와이스, Stray Kids
	1~3세대	BTS 외	기타
	50%	60~65%	~70%
	50%	35~40%	~30%

1) 세대 구분은 K-POP 산업 내에서 통용되는 세대 구분으로, 1세대 아이돌 (~2003년), 2세대 아이돌 (2004년 ~2013년), 3세대 아이돌 (2014년~2021년), 4세대 아이돌(2022년~)로 구분하였음.

얼라인파트너스는 이렇게 빠르게 성장하는 K-POP 산업 내에서 SM엔터테인먼트가 탄탄한 사업적 지위와 안정적 포트폴리오를 보유한 기업이라는 점에서 투자 대상으로 보았고, 주주 관여가 성공하는지 여부와 무관하게 사업 자체가 탄탄하게 성장할 것으로 예상되었기 때문에 유의미한 지분을 장기 보유할 수 있겠다는 판단에 따라 투자를 결정하였다.

이에 덧붙여 SM엔터테인먼트는 거버넌스 이슈로 인해 상대적으로 주가가격이 크게 저평가된 상태였던 점도 투자를 결정하는 중요한 이유가 되었다. 얼라인파트너스가 최초로 주주제안을 하던 당시(2022년 2월), SM엔터테인먼트의 밸류에이션은 EV(기업가치)/EBIT(영업이익) 기준으로 하이브의 1/5, JYP의 1/2 수준에 불과했다. 엔터테인먼트 기업 가치의 또 다른 중요 지표인 앨범 판매량 기준으로 보아도 SM엔터테인먼트는 저평가 상태였다. SM엔터테인먼트의 2021년 앨범판매량은 약 1,700만 장으로, JYP의 640만 장의 약 3배에 달했다. 연결 매출액 기준으로 보더라도 SM엔터테인먼트의 매출액은 JYP 매출액의 4배에 달했다. 그럼에도 불구하고, 당시 SM엔터테인먼트의 시가총액은 JYP와 비슷한 수준이었다. 상장 자회사의 지분가치 및 순현금 가치를 조정한 후 SM엔터테인먼트의 기업가치(Enterprise Value)는 JYP보다 40% 이상 저렴했다.

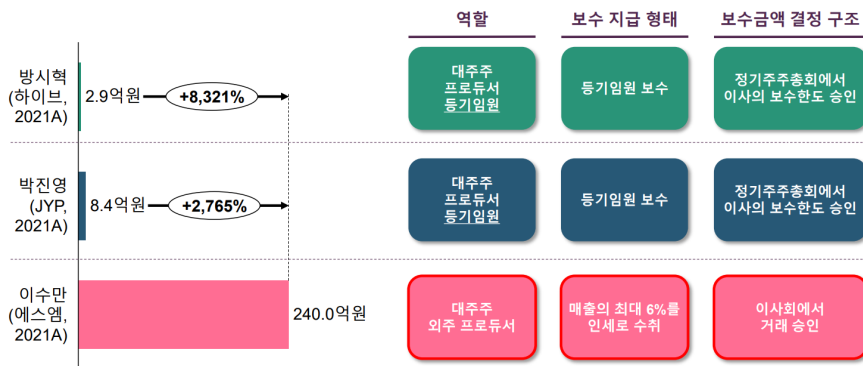
[그림-2] K-POP 3사 앨범 판매량, 밸류에이션 멀티플 및 기업가치 분석



이처럼 심각한 주식 저평가의 주요 요인은 SM엔터테인먼트의 특수관계자 거래 및 관계회사와의 거래 등과 관련된 거버넌스 리스크로 분석되었다. 가장 대표적인 사안은 최대주주 이수만과의 거래였다. 최대주주 이수만은 라이크기획이라는 상호로 개인사업자로 등록한 후, 2000년부터 2014년까지는 음반/음원 매출의 최대 15%, 2015년부터 2022년까지는 별도 매출의 최대 6%를 SM엔터테인먼트로부터 수취하였으며, 매출액을 기준으로 인세를 산정하였기 때문에 영업이익 적자에도 불구하고 인세를 수취한 해도 있었다.

이러한 계약 구조는 하이브, JYP 등 동종업계 주요 기업과 비교해보았을 때 SM엔터테인먼트에만 존재하는 특이한 형태였다. SM엔터테인먼트와는 달리, 하이브와 JYP의 최대주주는 회사의 등기임원으로서 권한에 상응하는 법적 책임을 지면서 주주총회에서 승인되는 임원 보수 한도 내에서 보상을 받아왔다. 반면 이수만 씨는 회사의 등기임원이 아니었기 때문에 법적 책임에서 상대적으로 자유로우면서도, 회사와의 계약을 통해 지급받는 금액에 대해서는 주주들의 동의 절차를 거칠 필요가 없는 구조였다.

**[그림-3]** 주요 엔터테인먼트 3사 최대주주의 연봉, 역할, 보수 지급형태, 보수액 결정 절차 비교



그 외에도 낮은 수익성의 다수 비핵심 관계회사 문제 등 다른 여러 거버넌스 문제들도 있었다. 이에, 얼라인파트너스는 2022년 2월, 곽준호 감사를 감사 후보로 추천하는 주주제안을 진행하였다. 상법상 감사는 직무와 보고요구, 조사의 권한, 이사의 보고의무, 총회 소집청구, 자회사 조사권, 재무제표 제출 등의 권한이 보장되어 있으며, 이에



따라 독립적 감사가 선임될 경우 이사회 의사결정을 평가 및 견제하는 한편 최대주주와 소수주주 간 이해관계 상충을 방지하고, 자본시장의 신뢰를 회복할 수 있을 것으로 기대하였다. 그리고 얼라인파트너스의 주주제안에 대해 주요 국내의 의결권 자문기구 대부분의 찬성 권고가 나오면서 박준호 감사는 81.3%의 압도적인 찬성률<sup>2)</sup>로 선임되었다.

지분율이 단 0.9%에 불과했던 얼라인파트너스가 감사 선임 주주제안에 대

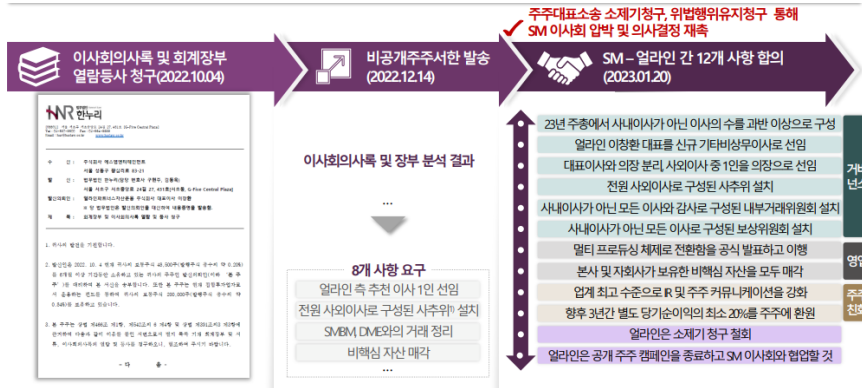
해 전체 주주의 약 32%를 초과하는 지지를 이끌어낼 수 있었던 이유는, 합리적 내용의 문제제기, 최근 수년간 기관투자자들이 광범위하게 도입한 스튜어드십 코드, 뉴미디어와 SNS를 적극 활용한 커뮤니케이션, 전자위임 솔루션인 '비사이드'의 활용 등 다양한 요인들이 복합적으로 작용하였다.

감사 선임에 성공한 이후 얼라인파트너스의 첫번째 목표는 SM엔터테인먼트의 가장 큰 저평가 요인이라고 판단되었던 라이크기획과의 거래 중단이었다. 얼라인파트너스는 2차례의 공개주주서한 발송, 이사회이사록 및 회계장부 열람등사 청구 등 주주권을 적극 행사하였으며, 결국 2022년 10월 14일에 SM엔터테인먼트와 라이크기획 간의 계약 조기 종료를 이끌어낼 수 있었다. 또한, 소수주주권의 하나인 이사회이사록 및 회계장부 열람등사 청구를 통해 수령한 자료를 약 두달간 분석 및 검토한 내용을 바탕으로 2022년 12월에는 SM엔터테인먼트의 이사회에 64페이지 분량의 비공개 주주서한을 보내면서 추가적으로 거버넌스 개선을 요구하였으며, 이를 바탕으로 2023년 1월 20일에는 SM엔터테인먼트의 이사회와 거버넌스 개선 및 주주가치 제고를 위한 12개

2) 상법상 감사 선임에 대한 3%를 적용 이후 유효 의결권 기준 찬성률.

사항에 대한 전격적 합의를 도출할 수 있었다.

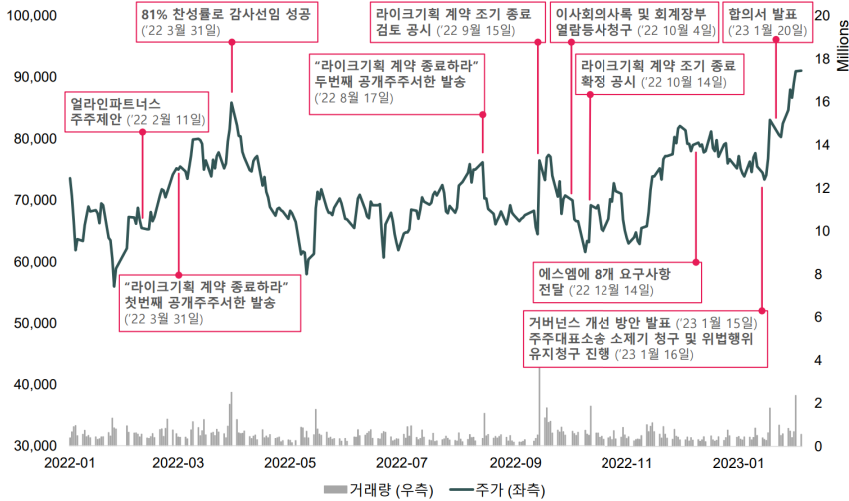
[그림-4] 이사회이사록 및 회계장부 열람등사 청구, 비공개주주서한 발송 이후 합의 도출



이 과정에서 SM엔터테인먼트의 거버넌스 구조뿐만 아니라 사업전략 차원에서도 큰 변화가 일어났다. 올해 2월 3일, SM엔터테인먼트는 회사의 새로운 전략인 'SM 3.0'을 발표하였으며, 기존 이수만 총괄 프로듀서 1인에 의존하던 체제에서 벗어나 여러 제작 본부에서 책임과 권한을 갖고 병렬적으로 프로듀싱을 하는 '멀티 프로듀싱 체제'로의 전환을 공식 선언하였다. SM엔터테인먼트는 이를 통해 크리에이티브 비즈니스의 지속가능성이 강화될 뿐만 아니라, 아티스트 수 증가와 아티스트 당 앨범 발매량 증가로 매출액 역시 긍정적인 영향을 받을 것으로 기대하고 있다.

SM엔터테인먼트는 이어서 SM 2.0에서의 문제 해결, 멀티 제작센터 도입 및 2차 IP 사업 확대를 통해 2025년말 별도재무제표 기준 매출액 1.2조원, 영업이익 4,300억원을 달성하겠다는 계획을 발표하였으며, 2025년까지 주가를 36만원까지 올리겠다는 목표를 제시하는 한편 임원 보상의 50% 이상을 SM 3.0 목표 주가 및 성과 달성에 연계하여 강력한 책임경영을 수행하겠다는 의지를 천명하였다. 이에 더해 2023년 2월 최초로 목표 자본구조 및 주주 요구수익률을 기반으로 한 중장기 자본배치 및 주주환원 정책 도입을 발표해 모든 주주를 위한, 주주가치 중심의 기업으로 변화할 것임을 명확히 하였다.

[그림-5] SM엔터테인먼트 주가 추이 및 얼라인파트너스 주주행동 주요 분기점



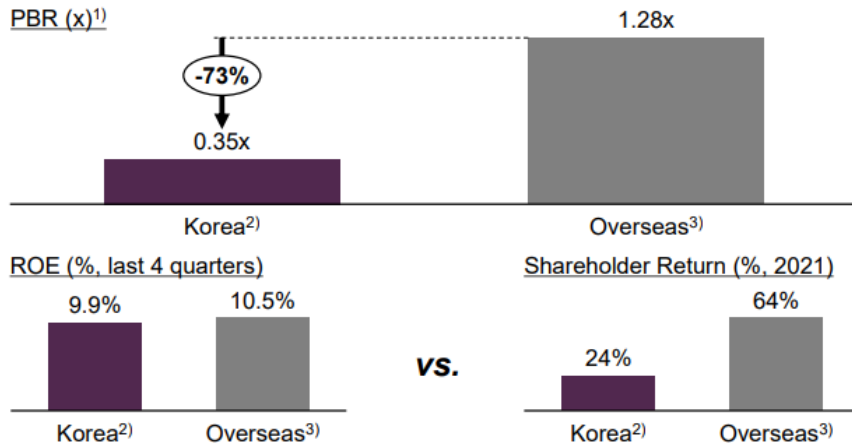
## 2. 국내 은행주 주주행동 사례연구

국내 7대 금융지주는 모두 비효율적인 자본배치로 인해 해외 주요 은행 대비 극심한 저평가가 지속되고 있다. 얼라인파트너스의 은행주 주주행동 캠페인 개시 (2023년 1월) 당시 국내 7대 금융지주의 평균 PBR(주당 장부가치 대비 주가)은 0.35배에 불과했는데, 이는 해외 주요 은행<sup>3)</sup>의 평균 PBR인 1.28배의 약 1/4에 불과한 수치였다. 국내 7개 금융지주들은 최근 4개 분기 ROE(자본 대비 순이익) 9.9%로 해외 주요 은행의 10.5%에 준하는 수익성을 보여줬음에도 주가가 이처럼 저평가된 가장 큰 이유는, 극도로 낮은 PBR 상황에서는 10% 수준 ROE에 대출 사업을 추가로 성장시키는 것보다 자사주매입 소각 중심의 자본배치가 주주수익률 관점에서 훨씬 유리함에도 쌓이는 자본을 대출 성장에 주로 사용하고 2021년 기준 주주환원율 24% (해외 비교대상 은행 평균 64%)에 그치는 등 자본시장 관점에서 비효율적으로 사용하였기 때문이라고 분석되었다.

3) 미국, 싱가포르, 대만의 10개 상장 은행 평균.



[그림-6] 국내 금융지주의 낮은 주주환원율로 인한 저평가



이에 2023년 1월 2일, 얼라인파트너스는 7대 금융지주 이사회에 공개주주서한을 발송하는 것을 시작으로 국내 금융지주 저평가 해소를 위한 주주행동 캠페인을 런칭하였다. 서한의 주요 내용은 대출 성장을 명목 GDP성장률 수준으로 낮추고 충분한 버퍼를 포함한 적정선의 자본비율을 유지하는 선에서 주주환원을 자사주매입소각 중심으로 연간 약 50% 수준으로 확대하는 효율적인 자본배치 및 중기 주주환원정책 채택을 요구하는 것이었으며, 얼라인파트너스는 본 캠페인을 통해 단순한 주가 상승에 더해 은행의 자본조달능력 향상과 가계부채 문제 완화를 통한 한국 금융 시스템의 안정을 이뤄낼 수 있을 것으로 기대하였다.

국내 금융지주사들의 반응 또한 긍정적이었다. 얼라인파트너스가 공개주주서한을 발송한 국내 금융지주 7개사 중 JB금융지주를 제외한 모든 상장 금융지주사가 얼라인파트너스가 요구한 수준의 자본배치 및 주주환원 정책을 수용하여 기한(2월 9일)내 공식 발표하였다. 대표적인 예시로 KB금융지주는 CET1 비율(보통주자본비율) 13%를 초과하는 자본을 모두 주주환원하고, 경제 성장률 수준으로 자산 성장을 관리하는 한편 안정적인 현금배당 및 지속적인 자사주 매입 소각을 통해 총주주환원율을 점진적으로 제고하겠다고 밝혔다. 그리고 신한금융지주는 CET1 비율 12%를 초과하는 자본을 모두 주주환원 하고, ROE 10.5%, ROTCE 12%를 목표 수익률로 제시하는 한편

2023년부터 분기배당 및 자사주 매입 소각을 진행할 것을 발표하였다. 그 외 4개 금융지주사도 목표 대비 초과 자본을 주주환원하거나 50%의 목표 주주환원율을 제시하는 등 얼라인파트너스의 요구를 수용한 자본배치 및 주주환원정책을 발표하였다. JB금융지주에서도 대출 성장률을 낮추고 해당 재원으로 주주환원을 늘리라는 제안을 거절하는 등 얼라인파트너스의 기대치에는 부응하지 못하였으나, 제시된 기한에 맞추어 자본배치 및 주주환원 정책을 발표하였다.

한편 얼라인파트너스는 JB금융지주에는 2월 10일, 2월 14일 두 차례에 걸쳐 주주제안 안건을 상정하였다. 1차 주주제안은 주당 현금 배당금을 900원(배당성향 33%)으로 하여 이사회가 제안한 주당 715원(배당성향 27%) 대비 소폭 많은 금액을 배당하는 안건이었으며, 2차 주주제안은 최적의 자본배치정책과 주주환원정책을 추진할 독립적 이사로 김기석 후보를 추천하는 안건이었다.

그리고 3월 30일, 상술한 2가지 제안은 모두 정기주주총회에서 결과적으로 모두 부결되었다. 하지만 표결에 앞서 주주총회장에서 자본배치 및 주주환원을 둘러싼 JB금융지주의 경영 방향에 대해 김기홍 회장과 직접 2시간에 가까운 열띤 토론이 진행되는 등, 저평가를 야기하는 핵심 문제에 대해 다양한 이해관계자들이 본격 논의할 수 있는 기회가 있었다는 점에서 의미가 깊었다고 평가하고 있다. 얼라인파트너스는 이번 주주행동 캠페인을 계기로 수년에 걸쳐 JB금융을 포함한 국내 7개 금융지주들이 주주가치 관점에서 상식적인 자본배치 및 주주환원 정책을 실행해 나갈 것으로 기대하고 있으며, 그 과정을 장기적인 주주로 함께하며 필요한 역할을 수행할 계획이다.

### 3. 한국형 지배구조 개선 시사점

우리나라는 P/E, P/B, EV/EBITDA 등 모든 주요 밸류에이션 지표 기준으로 개발도상국을 포함한 전세계 대부분의 주식시장보다 저평가되어 있으며, 이러한 현상은 수십 년 간 지속되어 오고 있다. 올해 1월 말 기준 코스피200의 P/B는 1.03배로 장부가에 근접한 시가로 거래 중이며, 이는 경제규모가 절반 수준이자 전쟁 리스크가 우리나라보다 낮다고 볼 수 없는 대만의 TAIEX 평균 P/B인 1.91배 대비 약 46% 디스카운트 된

수치이다. 이는 코리아 디스카운트의 본질적 원인은 기업 거버넌스의 구조적 문제에 있다는 것을 잘 보여준다.

[그림-7] 주요 국가들 간 밸류에이션 및 경제 지표 비교<sup>4)</sup>

(USD tn)	한국	일본	프랑스	호주	대만	미국
주요 Index	KOSPI 200	Nikkei 225	CAC 40	S&P/ASX 200	TAIEX Index	S&P 500
P/B (x)	<b>1.03x</b> <small>장부가에 근접한 시가</small>	1.18x	1.76x	2.09x	1.91x	3.93x
P/E (x)	<b>12.6x</b>	11.5x	12.1x	14.1x	13.0x	17.7x
시가총액 (US\$ trn)	<b>1.49</b>	4.91	2.05	1.55	1.26	23.86
명목GDP (US\$ trn)	<b>1.8</b>	4.9	2.9	1.7	0.8	25.3
1인당 명목GDP (\$)	<b>34,758</b>	39,285	43,519	59,934	33,775	69,288

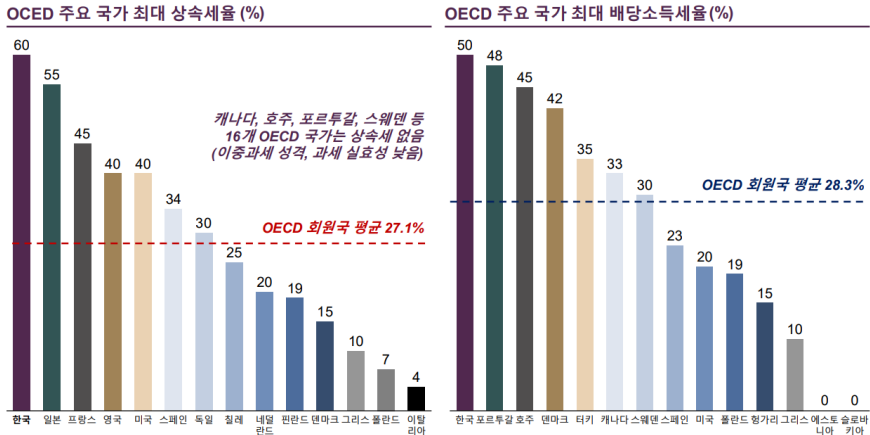
주식회사는 주주가 투자한 자본의 비율인 지분비율만큼의 이익과 손해를 향유하며 유한책임만을 지는 회사로, 주주는 자신을 위해 일할 이사를 선임하여 주식회사를 운영한다. 그렇기 때문에 이사는 주식회사의 근본원리 상 회사뿐만 아니라 주주에 대한 수탁자 의무가 있는 것이 자연스럽다. 그러나 한국의 경우에는 이사가 회사에 대해서만 충실의무를 부담한다는 것이 현재의 관례이다. 따라서 이사의 의사결정이 주주 가치에 부정적인 영향을 미치게 되더라도 이에 대해 주주들이 문제제기를 하기가 어렵다. 또한, 증권집단소송제도가 시간이 너무 많이 소요되어 사실상 유명무실하며, 주주대표 소송의 경우에도 주주들이 증거를 확보하기가 너무 어려워 민사소송을 통한 사적 구제도 사실상 어렵다.

이러한 가운데 상속세율 및 배당소득세율이 세계 최고 수준이라는 점도 지배주주의 사익추구를 심화시키는 원인 중 하나이다. 한국의 상속세율은 60%로 OECD 국가 중 1위이며 상속세가 시가를 기준으로 책정되므로 경영권 승계를 원하는 지배주주는 가

4) 2023년 1월 31일 기준.

능한 한 주가를 낮추고 싶어한다. 배당소득세를 또한 49.5%로 OECD 국가 중 최고 수준인 만큼, 대주주로서는 배당 대신 다른 방식을 통해 사익을 추구할 행동유인이 더욱 크다고 할 수 있다.

[그림-8] OECD 주요 국가 최대 상속세율 및 배당소득세율



이렇게 볼 때, 얼라인파트너스가 SM엔터테인먼트에 대해 제기하였던 문제들은 우리나라 상장기업의 구조적 거버넌스 문제 (대주주의 사익 추구)의 일반적 사례 중 하나라고 볼 수도 있다. 은행에서처럼 대주주가 없는 경우에서도 단순한 자본배치의 조정만으로도 극복될수 있는 극심한 저평가가 오랜 기간 유지될수 있었던 것은, 우리나라에서는 제도적으로 이사회가 주주의 관점에서 적극적으로 자본배치를 조정하는 등 회사를 운영하기에 충분한 구조적 압력이 부재했기 때문이라고 판단된다. 아무리 주주 가치 관점에서 비효율적인 방향으로 회사가 운영되더라도 주주가 이사회에 직접 참여하거나 민사적으로 소송을 하는 등 문제제기를 하는 것이 매우 힘들기 때문이다.

SM엔터테인먼트와 국내 7개 금융지주에 대한 얼라인파트너스의 주주행동 캠페인이 대상 기업에 실질적인 변화를 이끌어낼 수 있었던 것은 대상기업들의 지분구조나 정관의 내용, 제기된 이슈들에 대한 대중의 인식 등 여러 특수한 여건들이 있었기 때문이다. 그러나 거의 대다수의 국내 상장 기업에서는 지분구조나 정관의 구조, 저평가를

초래하는 요인의 성격 등을 감안할 때 이와 같은 방식의 캠페인 진행이 어려운 경우가 많고, 일반적인 국내외 기관투자자나 개인주주들이 얼라인파트너스가 했던 정도의 대규모 장기 캠페인을 진행하는 것은 소요비용 및 노력, 기타 여러가지 요인들을 감안하면 사실상 쉽지 않다.

따라서 국내 시장 전반적인 지배구조 개선을 위해서는 행동주의 펀드를 중심으로 한 자본시장 내부의 자체적인 노력에 더해, 지속적인 제도 개선이 필요하다고 보인다. 이를 위해서 배당소득세의 분리과세, 상법상 이사의 충실의무 도입, 증거개시제도의 도입, 증권집단소송의 실효성 제고, 집중투표제 의무화 또는 집중투표제 배제 정관 변경 시 3% 를 적용요건의 완화(현재 자산총액 2조원 이상 기업에만 적용됨), 권고적 주주 제안 제도 도입 등의 여러 방향의 제도개선이 종합적으로 이루어질 수 있도록 하는 것이 코리아디스카운트를 해소하고 한국형 기업지배구조를 개선할 수 있는 방향성이라고 보고 있다. 일본거래소처럼 한국거래소 등에서 PBR 1 이하인 상장기업들에 대한 메시지를 발신함으로써, 연성 규범과 자율규제를 시장에서 활용하는 방안도 고려해볼 만하다.

SM엔터테인먼트 및 은행주 캠페인 사례와 같이 적극적인 주주활동의 실현을 통해 국내 다른 상장기업의 거버넌스 개선 및 국내 자본시장 제도 개선에 긍정적 영향을 미치기를 기대한다.

G - BRIEF No.11

## SM엔터, 은행주 캠페인 사례연구 및 한국형 지배구조 개선 시사점

---

발행일 2023년 8월 31일

발행인 한영수

발행처 한국법제연구원

세종특별자치시 국책연구원로 15 (반곡동, 한국법제연구원)

T. 044)861-0300 F. 044)863-9915

등록번호 1981. 8.11. 제2014-000009호

<http://www.klri.re.kr>

---

1. 본원의 승인없이 轉載 또는 譯載를 禁함.
2. 이 책자의 내용은 본원의 공식적인 견해가 아님.

# E.S.G.

③

BRIEF