

© BRIEF

E.S.G.

주주행동주의와 한국형 지배구조의 구조적 문제 해결 가능성



문성
법무법인 율촌 변호사

* 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, 문성, “주주행동주의와 한국형 지배구조의 구조적 문제 해결 가능성”, G - Brief No.3., 한국법제연구원(2023), ○○면을 표기하여야 합니다.

I. 한국형 기업지배구조의 개념에 대한 논의 필요성

한국형 지배구조의 구조적 문제를 논의하기 위해서는 “지배구조(governance)”가 무엇인지에 대해 공감대가 있어야 하고, 지배구조라는 단어 앞에 “한국형”이라는 수식어를 붙일 필요가 있는지 고민해 보아야 한다. 그런데, 국내에서는 법령이나 기업지배구조 모범규준 등에서 기업지배구조에 대한 정의를 찾아보기 힘들다. 사정이 이렇다 보니 언론에서는 최대주주 등의 지분소유구조를 얘기하면서 기업지배구조라고 잘못 표현하는 경우가 많고, “한국형”이라는 수식어에 대해서는 글로벌 스탠더드에 비해 다소 느슨하더라도 국내 실정에 맞는 기업지배구조 모델을 기대하는 측면과 글로벌 스탠더드에서 동떨어져서 기업지배구조 관련 국제기구나 글로벌 기관투자자로부터 외면받을 수 있는 기업지배구조 모델의 합리화를 우려하는 측면이 대립할 수 있다. 따라서, 한국형 기업지배구조의 구조적 문제를 진단하고 바람직한 해결방안을 모색하기 위해서는 “한국형 기업지배구조”가 무엇인지에 대한 개념 정립이 전제될 필요가 있다.

영국의 경우에는 공적 기관인 FRC(Financial Reporting Council)에서 기업지배구조를 “회사를 관리하고 통제하는 시스템”이라고 정의하고 있고,¹⁾ 일본도 기업지배구조를 “주주와 고객, 직원, 지역사회의 요구와 관점을 충분히 고려하여 기업의 투명하고 공정하며 시의적절하고 단호한 의사결정을 내릴 수 있는 구조”라고 정의하고 있다.²⁾ 자본시장의 관점에서 기업지배구조의 목적은 자본사용자인 기업의 성공과 지속가능한 가치 창출을 촉진하여 위험 자본의 제공자인 주주와 채권자 모두에게 공정한 수익을 제공하는 것이다.³⁾ 국내에서도 정부 또는 공적 기관에서 자본시장 참여자 다수가 수

* 이 글의 내용은 저자의 개인적인 견해이며 법무법인 율촌과는 아무런 관련이 없음을 밝힙니다.

1) Financial Reporting Council, “The UK Corporate Governance Code 2018”, 2018, p. 1. available at: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.pdf>

2) Tokyo Stock Exchange Inc., Japan’s Corporate Governance Code: Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term, 2015, p. 1. available at: <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/corporategovernance/20150306-1/01.pdf>.

3) George Dallas and Mike Lubrano, Governance, Stewardship and Sustainability: Theory, Practice and Evidence, International Corporate Governance Network, 2021, p. 41.

공할 수 있는 내용으로 기업지배구조를 정의하거나, “한국형” 기업지배구조의 의미를 정립해 줄 것을 기대한다. 이는 한국형 기업지배구조의 해결방안과 관련한 후속 논의를 생산적으로 이어갈 수 있는 출발점이다.

II. 기업지배구조와 대리인 문제 해결 방안

1인 기업을 제외하면 대부분의 기업은 경영과 소유가 분리되어 있기 때문에, 기업지배구조는 대리인 문제를 효과적으로 해결하기 위한 것이기도 하다. 기업지배구조에 관한 이론은 경영자와 소유자간의 대리인 문제를 중심으로 발달하여 왔고, 국내의 경우에는 최대주주가 직접 경영자가 되거나 경영자를 상시적으로 관리·감독하는 기업이 많음에 따라 최대주주와 소수주주간 대리인 문제가 주된 논의의 대상이 되고 있다. 최근에는 E.S.G. 경영이 화두가 됨에 따라 주주와 근로자, 협력업체, 지역사회, 환경 등 이해관계자간의 대리인 문제가 논의되기도 한다.

경영자와 소유자간의 대리인 문제는 주로 경영진 보상, 경영진과 회사의 자기거래, 경영진의 겸직 또는 경업 등에서 발생하고, 최대주주와 소수주주간 대리인 문제는 인수·합병, 분할 등 소유구조 개편과 최대주주가 직접 또는 간접적으로 소유하고 있는 다른 기업과의 거래, 최대주주의 경영진 겸직 및 보상 등에서 주로 발생하며, 이해관계자간의 대리인 문제는 구조조정, 협력업체와의 거래조건 협상, 기업의 사회적 책임 활동 수행의 범위와 정도 등에서 주로 발생하고 있다.

이러한 대리인 문제를 해결하기 위한 방법은 다양하나 법학적 관점에서는 법령 제·개정을 통한 직접적인 규제, 모범규준 제공을 통한 자발적인 개선 기대, 기업지배구조 관련 사항의 의무 공시 및 이해관계자들의 관여를 통한 개선 기대 등이 동시에 또는 순차적으로 도입되고 발달하고 있다. 현행 상법에는 감사 및 감사위원 선임시 의결권의 100분의 3 까지만 행사할 수 있도록 하는 이른바 3% rule(상법 제409조 제2항, 제542조의12 제4항), 감사위원이 되는 사외이사 중 최소 1인을 다른 이사 선임과 분리하여 선임하도록 하는 분리선출제도(상법 제542조의12 제4항), 일정한 지분을 보유

한 소수주주에게 주주총회소집, 주주제안, 대표소송제기 등을 할 수 있도록 하는 소주주권 등이 규정되어 있는데(상법 제363조의2, 제366조, 제385조 제2항, 제402조, 제403조, 제466조, 제467조, 제539조, 제542조의6 등) 대부분 최대주주와 소수주주간 대리인 문제 발생시 소수주주의 권익을 보호하기 위한 방법들이다. 최근에는 이사의 충실의무 대상에 “주주의 비례적 이익”을 추가하려는 상법 개정안이 국회에서 논의 중인데 이는 최대주주와 소수주주간 대리인 문제뿐 아니라 경영자와 소유자간 대리인 문제의 해결에 있어서도 중요한 역할을 할 수 있는 기본원칙을 도입하고자 하는 취지로 이해된다.

한편, 2010년 이후 영국을 중심으로 스투어드십 코드와 기업지배구조 코드가 확산되면서 대리인 문제 해결을 궁극적으로는 시장의 자율에 맡기되 이를 뒷받침할 수 있는 기업지배구조 및 스투어드십 활동의 공시를 강제하는 분위기가 형성되고 있다. 기업은 이사회와 경영진에 대한 보상정책 및 구체적인 보상금액 등을 충분히 공시하고, 기관투자자는 기업이 공시한 내용이 기업가치 제고 및 주주권익 제고에 도움이 되지 않을 경우 기업의 경영진에게 개선을 촉구하거나 의결권을 행사하여 이사회 구성에 적극적으로 관여함으로써 자본시장에서 자율적으로 기업지배구조가 개선되도록 하는 메커니즘이다. 기관투자자가 스투어드십 코드 및 기업지배구조 코드에 근거하여 기업에 관여하는 것은 특정한 영입의 양수도나 특정한 경영진의 선·해임 등 구체적이고 개별적인 이벤트가 아니라, 이사회 의장과 대표이사의 분리, 이사회 의장의 리더십 발휘, 이사회에 의한 경영진 임면, 이사회에 의한 경영진 보상 정책 및 보상 수준 결정, 감사위원회·이사후보추천위원회·보상위원회 등 대리인 문제의 해결과 직접적인 관련이 있는 이사회 내 위원회의 독립적인 구성, 이사회에 의한 기업가치 훼손 이벤트의 조사 및 재발방지대책 수립 등 보다 추상적이고 구조적인 방식이다. 소유와 경영의 분리를 전제로 소유자인 주주로서는 주주총회에서 선·해임하는 이사 및 이사회에 책임을 추궁할 수 밖에 없고, 또 그렇게 하는 것이 자본시장의 건전한 작동을 위해서도 바람직하기 때문이다. 이사회는 경영자와 소유자 간의 공식적인 연결고리이고, 이것이

이사회가 기업 지배구조의 중심에 있는 이유이다.⁴⁾

III. 행동주의 헤지펀드의 활동과 한국형 기업지배구조 개선의 가능성

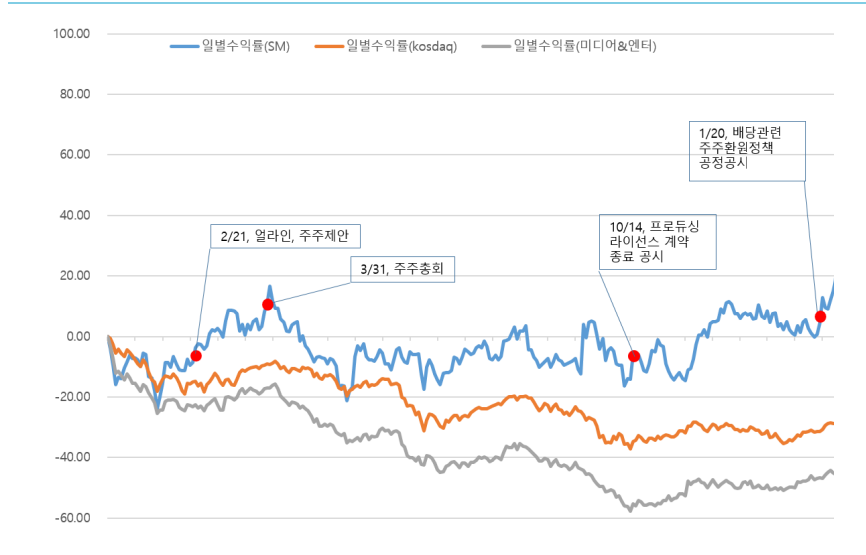
행동주의 헤지펀드의 활동에 대해서는 이를 긍정적으로 평가하는 입장과 부정적으로 평가하는 입장이 대비된다. 긍정적으로 평가하는 입장에서는 재벌 중심의 국내 기업 지배구조에서 기업가치 훼손 내지 주주권의 침해 행위가 발생한 기업에 이사 선임 주주제안, 대표소송 제기 등 적극적인 주주활동을 추진함으로써 기업 스스로 지배구조 개선의 기회를 갖도록 하면서 그 과정에서 배당성향 개선, 주가상승 등 주주가치가 개선될 것으로 기대한다. 부정적으로 평가하는 입장에서는 행동주의 헤지펀드가 단기적인 수익극대화만을 추구함에 따라 일시적으로 주가가 상승하더라도 행동주의 헤지펀드가 주식을 모두 팔고 떠남과 동시에 주가가 하락하는 경향이 있고, 이사 선임 주주제안 등을 추진함에 따라 경영권 방어를 위한 비용이 증대되고 경영의 안정성도 헤칠 수 있음을 지적한다. 어느 쪽 입장이 진실에 부합하는지는 아직 정확히 판단하기 힘들다. 국내에서는 아직까지 행동주의 헤지펀드의 활동 사례가 많이 축적되어 있지 않고, 통계적으로 유의미한 결론을 도출하기에는 표본도 부족해 보인다. 하지만 이는 시간의 문제이다. 행동주의 헤지펀드가 활발히 활동할 수 있는 법률적, 사회적 환경이 조성됨에 따라 사례는 늘어날 것이고 몇 년간의 사례가 축적되고 나면 이에 대한 연구도 증가할 것임을 기대할 수 있다. 다만, 현재 시점에서는 일부 사례만 가지고 유추할 수 밖에 없는 상황이다.

최근의 행동주의 헤지펀드 사례 중 가장 눈여겨 볼 만한 것은 얼라인파트너스 자산운용(이하 “얼라인”)의 주식회사 에스엠엔터테인먼트(이하 “에스엠”)에 대한 주주활동이다. 얼라인은 2021년 8월에 등록된 전문사모집합투자업자인데, 2022년 2월에 에스엠에 감사 선임 주주제안을 하면서 세간에 알려지기 시작했다. 당시 얼라인의 에스엠에

4) George Dallas and Mike Lubrano, op. cit., p. 42.

대한 지분율은 0.9%에 불과했다. 에스엠은 K-POP의 산업화에 최초로 성공한 기업으로서 주식회사 하이브, 주식회사 와이지엔터테인먼트, 주식회사 제이와이프엔터테인먼트와 함께 국내 음악 산업을 선도하고 있을 뿐 아니라 해외 사업도 활발히 진행하고 있다. 하지만 매출액 증가에도 불구하고 주주들에게 배당금을 지급하지 않았으며, 최대주주가 별도로 설립한 라이크기획이라는 개인 사업체와 프로듀싱 용역계약을 체결하여 매출액의 최대 6% 가량을 인세로 지급함에 따라 기업가치도 저평가되고 주가도 지지부진한 상황이었다. 얼라인은 이 지점을 파고 들어 최대주주 및 경영진으로부터 독립적인 감사를 선임함으로써 부당한 내부거래를 조사하고 기업가치를 회복하겠다고 선언했고, 다수의 소수주주들이 이를 지지함에 따라 2022년 3월 에스엠 주주총회에서 얼라인이 제안한 감사 후보 선임의 건이 승인되기에 이르렀다. 이후 해당 감사는 약 1년간 이사회에 출석하여 회의를 모니터링하고, 라이크기획과의 거래내역이 포함된 장부 등을 검토하여 본격적으로 문제를 제기하였고, 에스엠 이사회는 라이크기획과의 거래를 조기에 종결하기로 결정하게 되었다. 얼라인이 추천한 감사의 기업가치 훼손 방지를 위한 적극적인 활동과 이에 부응한 이사회 결단으로 2022년 한 해 동안 국내 주식시장이 전반적으로 부진한 가운데도 에스엠은 아래 그림과 같이 주가가 지속적으로 상승하는 모습을 보이기도 하였다. 이후 최대주주는 본인의 지분율만으로는 이사회를 완전하게 장악할 수 없는 상황에서 에스엠의 최대 경쟁사인 주식회사 하이브에 지분을 매각하였고, 주식회사 하이브는 에스엠에 대한 안정적인 소유권 확보를 위해 공개매수도 신청하였다. 하지만, 카카오그룹의 인수전 참여로 주식회사 하이브는 에스엠 인수를 포기하게 되었고, 2023년 3월 주주총회에서 에스엠의 이사회가 새로 구성되면서 얼라인과 카카오그룹이 추천한 기타비상무이사가 각각 1명씩 진입하게 되었다.

[그림] 에스엠 주가수익률 추이와 주요 이벤트



얼라인이 조만간 차익을 실현하고 에스엠을 떠나면서 에스엠 주가도 하락할 것인지, 아니면 에스엠의 배당 및 주가수익률 등 지표를 종합한 총주주수익률이 일정한 수준으로 꾸준히 유지될 것인지 여부는 선불리 예단할 수 없다. 다만, 현재까지만 보면 얼라인은 1년 넘게 에스엠에 적극적으로 관여하여 에스엠의 체질을 개선하는 등 성공적으로 주주행동주의를 실행하였고, 그 덕분에 국민연금공단을 포함한 소수주주들은 반사적 이익을 보고 있다고 평가할 수 있다. 행동주의 헤지펀드의 활동이 한국형 기업지배구조의 개선에 긍정적인 역할을 할 수 있다는 가능성을 보여준 것이다.

IV. 성공적인 주주행동주의 실행 방안

얼라인이 에스엠에 대해 최근 1년간 성공적인 주주행동주의를 실행하였다고는 하나 이는 극히 일부의 사례에 불과하다. 국내 자본시장에서는 행동주의 헤지펀드의 주주 제안은 대부분 주주총회에서 부결되고 있다. 이에는 행동주의 헤지펀드가 다른 주주

의 공감대를 불러일으키기에는 다소 과도한 주주환원을 요구하거나 기업가치 훼손 또는 주주권익을 침해하였다고 불만한 객관적인 사실에 대한 증거가 없음에도 무리하게 이사 선임 주주제안을 추진한 경우가 많기 때문이다. 성공적인 주주행동주의를 실행하기 위해서는 이른바 PMI 테스트를 할 필요가 있다.⁵⁾ 스투어드십 코드 및 기업지배구조 코드 등에 기반한 일정한 원칙에 따라야 하고, 운용자산 전체의 장기적인 수익률 제고에 비추어 대상 기업 및 이슈가 중요한 지 확인하며, 대상 기업의 주주 구성 및 행동주의자의 지분율에 비추어 상당한 영향력이 있어야 한다. 다수의 글로벌 연기금 및 자산운용사는 이러한 PMI를 고려하여 투자대상기업에 기업참여(engagement)를 하고 있다. 미국의 CalPERS는 원칙(Principle) 측면에서는 투자대상기업에 발생한 이슈가 CalPERS의 투자 신념, 기업지배구조 및 지속가능성 원칙, 기타 투자 관련 지침 등에 따른 기업 관여 활동 대상에 해당하는지 확인하고, 중요성(Materiality) 측면에서는 해당 이슈가 투자 위험이나 수익에 영향을 미칠 정도로 중요한 지 확인하며, 영향력(Influence) 측면에서는 해당 기업에 해당 이슈를 주제로 주주활동을 추진할 수 있을 정도로 역량을 갖추고 있고 성공할 수 있는지 확인한다.⁶⁾ 국민연금공단도 원칙 측면에서 스투어드십 코드, 의결권행사 세부기준, 이사회 구성·운영 등에 대한 국민연금기금 책임투자 방향 설명서를 따르고, 중요성 및 영향력 측면에서 중점관리사안 관련 비공개대화 대상기업을 선정할 때 지분율이 5% 이상이거나 보유비중이 1% 이상인지 확인한다.

행동주의 헤지펀드의 경우에도 국민연금공단 등 다수의 기관투자자의 지지를 확보하여 성공적인 주주행동주의를 하고자 한다면, 스스로 일정한 원칙을 정립하여 이를 공개하고, 국민연금공단 등 주요 기관투자자가 중점관리사안으로 공통적으로 삼고 있는 사안을 중심으로 하여, 그들의 지분을 합계가 최대주주의 지분율 합계보다 많은 기업을 대상으로 삼을 필요가 있다.

5) Principles and policy, Materiality, Influence의 앞 글자를 딴 것임. 문성, “국민연금공단의 주주권 행사에 관한 연구”, 연세대학교 박사학위논문, 2022, 241면.

6) CalPERS 홈페이지 참고. available at: <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/corporate-governance/corporate-engagement>

V. 마치며

한국형 지배구조의 구조적 문제가 무엇인지에 대한 논의가 법학 및 경제학 분야에서 성숙되고 자본시장에 직접 참여하고 있는 기관투자자 및 소액주주 다수가 이에 동의하는 것을 전제로 한다면, 한국형 지배구조의 구조적 문제를 해결하는 데에는 법령의 개정만이 유일한 방법이 아니라 최근 일부 행동주의 헤지펀드의 주주활동도 유효적절한 수단이 될 수 있다는 가능성을 확인하였다.

아직은 이들의 전략이 다수의 지지를 받지 못하고 있고 자본시장이 성숙되지 못하여 성공 사례 보다는 실패 사례가 많은 상황이다. 향후에는 PMI 테스트를 참고하여 보다 성공적으로 주주행동주의를 실행하는 기관투자자가 많아지고, 기업지배구조를 자율적으로 개선하는 기업의 수도 증가할 것을 기대해 본다.

참고문헌

문성, “국민연금공단의 주주권 행사에 관한 연구”, 연세대학교 박사학위논문, 2022.

Evidence, International Corporate Governance Network, 2021.

Financial Reporting Council, “The UK Corporate Governance Code 2018”, 2018.

Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term, 2015.

George Dallas and Mike Lubrano, Governance, Stewardship and Sustainability: Theory, Practice and Evidence, International Corporate Governance Network, 2021.

Tokyo Stock Exchange Inc., Japan’s Corporate Governance Code: Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term, 2015.

G - BRIEF No.3

주주행동주의와 한국형 지배구조의 구조적 문제 해결 가능성

발행일 2023년 4월 28일

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