

2023. 2. 9

수 신 : 태광산업(주) 주주
참 조 : 태광산업(주) 이사회
발 신 : 트러스톤자산운용(주)
제 목 : 태광산업의 주주분들과 태광산업에게 보내는 서한

태광산업의 주주분들과 태광산업에게 보내는 서한

당사 트러스톤자산운용은 2023년 2월 9일 현재 태광산업 발행주식 5.88%에 해당하는 65,471주를 보유한 태광산업 주주의 일원입니다.

태광산업의 주주로서 당사의 목적은 태광산업의 경제적 번영과, 그와 함께하는 태광산업 주주들의 주주가치 제고입니다.

1. 태광산업의 본질적 가치 대비 저평가된 주주가치

A. 주가순자산배율(PBR) 비교

당사는 태광산업이 이론 경제적 번영에도 불구하고, 그에 상응하여야 할 주주가치가 심대하게 저평가 되어있다고 판단합니다.

태광산업의 순자산 대비 주주가치를 나타내는 지표인 **주가순자산비율(PBR)**은 22년 3분기 기준 **0.17배**입니다. 이는 코스피 전체 상장기업 798개 중 781위에 해당하는 수치이며, 코스피 상장 화학 기업 **64개 중 63¹위**에 해당하는 수치입니다.

코스피 상장 회사들의 평균 주가순자산비율은 0.93배이며, 화학 기업으로 좁혀보아도 주가순자산비율은 1배입니다. 태광산업의 PEER 그룹²의 주가순자산배율은 평균 0.77배, 최솟값 0.34배, 최

¹ 64위는 같은 태광그룹 계열사인 대한화섬

² 금호석유, 국도화학, LG 화학, 대한유화, 송원산업, 롯데케미칼, 코오롱인더

댓값 1.95배입니다.

어떤 비교대상군을 설정하고 태광산업을 보아도 태광산업의 주주가치는 **타사 대비 약 20% 미만**의 가치로 평가절하 되고 있습니다.

B. EV/EBITDA 비교

이러한 태광산업의 저평가를 극단적으로 보여주는 사례가 바로 태광산업의 EV(기업가치)입니다.

주식시장의 투자자들이 애용하는 지표인 EV/EBITDA에서 **EV(기업가치)**란 M&A시장에서 특정기업을 **인수하는데 드는 비용**입니다. 기업을 인수하는 데에는 주식을 전부 인수하는 비용과 해당기업이 현재 부담하는 부채에 대한 상환비용이 필요하지만, 해당기업이 보유하고 있는 현금 등의 자산도 사용할 수 있기에 기업의 EV(기업가치=총인수비용)를 계산할 때에는 시가총액, 부채와, 보유 현금 등을 고려하여 계산합니다.

EBITDA는 대상기업을 인수한 후 인수자가 기업을 통해 벌어들일 수 있는 이익을 상징합니다.

종합하면, EV/EBITDA 계산으로 나오는 숫자를 통해 우리는 어떤 인수자가 특정기업을 인수한 지 몇 년 후에 인수비용을 회수할 수 있을 지를 예측할 수 있습니다.

22년 3분기 기준 코스피 상장 기업의 평균 EV/EBITDA는 5.41배이며, 코스피 상장 화학기업의 평균 EV/EBITDA는 7.26배입니다. 즉, 상장된 어느 기업을 인수하면 영업을 통해 인수비용을 회수하는데 5년 6개월이 걸립니다. 화학기업은 7년 3개월 정도가 소요됩니다.

그러나 위와 같은 EV/EBITDA 지표가 태광산업에는 아무런 의미가 없습니다. **태광산업은 인수하는데 돈이 전혀 들지 않기** 때문입니다.

태광산업의 EV는 -3000억원입니다. 이는 태광산업의 시가총액이 약 8000억원에 불과한데 반해, 태광산업이 보유하고 있는 순현금이 1조 1000억원에 달하기 때문입니다. 즉 **태광산업을 인수하는 자에게는 인수비용을 지급하고도 3000억원이 남는 황금알이 주어집니다.**

태광산업의 자산내역을 자세히 살펴보면, 인수자를 위한 황금알이 곳곳에 숨겨져 있습니다. 먼저, 태광산업은 약 **1500억원어치의 상장주식³**을 보유하고 있습니다. 또한, SK브로드밴드 지분 약 40%를 보유하고 있기도 합니다. **SK브로드밴드 지분 40%는 약 8000억원**의 가치를 가지는데 태광산업은 해당 지분에 대한 매도청구권(풋옵션)⁴까지 가지고 있어 태광산업이 보유한 SK브로드밴드 주식은 단기간에 환금성이 매우 큰 자산이라고 할 수 있겠습니다.

이에 더해 본업과 관계없이 태광산업이 임대, 투자 목적으로 들고 있는 **시가 약 8000억원에 달하**

³ LG 유플러스, 흥국화재, SK 텔레콤, SK 스퀘어 등

⁴ 해당 주식을 특정 상대방에게 본인으로부터 매수해갈 것을 청구할 수 있는 권리

는 투자부동산 역시 또 하나의 황금알입니다.

정리하면 태광산업이 들고 있는 단기 환금성 자산은 순현금 1조 1000억을 넘어 태광산업이 들고 있는 1500억원어치의 상장주식, 8000억원어치의 SK브로드밴드주식, 8000억원어치의 투자부동산을 고려하여 약 3조로 다시 산정되어야 하며, 태광산업 인수자가 인수비용을 치루고도 남는 돈 역시 약 2조로 그 크기를 다시 재어봐야 합니다.

C. 코리아 디스카운트의 단면을 극단적으로 보여주는 태광산업

기업을 인수하면 인수비용을 지급하고도 2조가 남는 황금알이 들어있는 기업. 그런 태광산업이야말로 코리아 디스카운트의 단면을 극단적으로 보여주는 사례입니다.

태광산업의 저평가는 태광산업에 국한된 문제가 아닌, 국내 자본시장 신뢰도 저하에 크게 일조하는 사례입니다. 이러한 저평가 문제는 태광산업 스스로에게도 신주발행을 통한 자본 조달이 사실상 불가능해지는 경영상 약점이 됩니다.

2. 견고한 태광산업의 주력사업

태광산업에서 눈여겨볼 부분은 우수한 자산보유 내역 뿐이 아닙니다. 태광산업의 주력사업 역시 지난 10년간 견고하게 유지되었습니다.

태광산업은 화학섬유 업체로 시작했지만, 현재는 PTA와 AN을 주력으로 하는 석유화학 제품이 매출의 약 75%를 차지하는 석유화학업체입니다.

석유화학업계의 특성상 원재료비와 제품가격은 매우 큰 변동율을 보이지만, 그 변동율이 큰 원재료비와 제품가격을 제외하고 보면 태광산업의 진가가 드러납니다.

태광산업의 주력제품인 PTA와 AN의 지난 10년간의 국내시장점유율을 살펴보면 PTA의 경우 2012년 14.7%에서 2021년 20.3%까지 꾸준한 성장세를 보여왔으며, AN의 경우 동일기간 동안 33.3±0.7%p 를 벗어나지 않을 정도로 안정적인 시장점유율을 보여왔습니다.

이러한 PTA와 AN의 **안정적인 생산량과 판매량**은 태광산업 석유화학 제품 생산 공장의 가동율이 10년간 평균 97%이상, 최소 93%를 보여왔다는 점에서도 알 수 있습니다.

태광산업은 그 **비용구조 역시 매우 안정적**입니다. 원재료비를 제외한 태광산업의 비용은 지난 10년간의 물가상승에도 불구하고 2014년 5300억 이후 연평균 1.5%의 감소세를 유지하고 있습니다.

지난 10년간 태광산업의 누적 영업이익은 약 8000억원으로 태광산업의 안정적인 판매량, 생산량과 낮은 비용구조라는 경쟁력을 증명합니다.

태광산업은 재무안정성 역시 견고합니다. 태광산업의 별도 기준 부채비율은 2014년 이래로 30%를 넘은 적이 없으며, 2022년 3분기 기준 19.95%에 불과합니다. 이자발생부채를 중심으로 분석하여도 태광산업의 **순부채비율은 2022년 3분기 기준 -35%에 이르며 이자보상배율은 50배가 넘습니다.**

종합하면 태광산업의 주력사업인 석유화학제품은 견고하며, 중장기적으로 볼 때 확실한 현금을 창출하고 있습니다. 안정적인 재무구조는 그러한 현금흐름을 더욱 강화시켜 줍니다.

3. 태광산업 저평가의 이유

앞서 살펴본 것처럼 태광산업의 주력사업은 견고하고, 재무구조는 안정적임에도 불구하고 태광산업의 기업가치가 태광산업이 보유한 순현금⁵의 30%도 안되는 금액으로 평가받는 것에는 다른 종류의 원인이 있다고 보는 것이 합리적입니다.

당사가 분석한 태광산업의 저평가의 원인은 다음과 같습니다.

A. 주주에게 손해를 강요하는 자본배치정책

태광산업의 주주-회사 간 자본배치정책은 주주에게 손해를 강요하고 있다는 문제점이 있습니다. 주주-회사 간 자본배치정책은 자본을 주주로 하여금 직접 소유하게 할 지, 회사를 통하여 소유하게 할지를 결정하는 것입니다.

현재 **태광산업의 배당성향은 0.3%⁶에 불과**하므로 태광산업은 회사의 거의 모든 자본(99.7%)을 내부에 유보합니다. 즉, **태광산업의 자본배치정책은 주주로 하여금 오직 회사를 통해서만 자본을 소유하도록** 하고 있습니다.

그러나 이러한 자본배치결정은 현재 태광산업의 낮은 수익성, 성장율, 높은 재무 안정성을 고려할 때 불필요한 수준이고, 현재의 주주가치를 고려할 때 매해 주주에게 손해를 강요하는 결정입니다.

회사가 매해 거둔 수익을 **내부유보를 통하여 재투자**를 하는 경우와 주주에게 환원하는 경우를 주주가치 입장에서 비교해 보겠습니다. 태광산업의 경우 자본이익율과 주가수익비율의 곱(ROE x PER)이 0.17이므로 태광산업에 100만원의 자본을 투자할 경우 주주가치는 17만 원 증가됩니다. 주주에게 환원을 하였다면 100만원의 주주가치가 증가되었을 텐데, 재투자를 통하여 증가된 주주가치는 17에 불과하므로 태광산업의 **주주는 투자할 때마다 투자금의 83%의 손해를** 봅니다.

⁵ 단기현금성자산 및 투자부동산 포함

⁶ 지난 10년 태광산업의 평균 배당성향은 별도 당기순이익 기준 2%이나, 이는 당기순이익이 크지 않았던 연도에서 4%를 기록한 덕택일 뿐, 호황기였던 최근 2년의 배당성향을 0.3%에 불과

신규투자가 아닌 기존 자산의 보유 형태라는 관점에서 살펴보다라도, 현재 태광산업의 주가순자산 비율 0.17배를 고려하면 주주가 본인의 자본을 회사를 통하여 소유할 필요성이 없습니다. 오히려 주주는 태광산업을 통하여 자본을 소유하였다는 이유로 83%만큼의 손해를 볼 뿐입니다.

이러한 상황이라면, 주주가치 제고를 위하여 태광산업이 선택해야 할 주주-회사 간 자본배치정책은 태광산업을 통해 자본을 소유하는 것이 아닌, 태광산업으로부터 자본을 회수하여(배당 등) 주주가 스스로 자본을 소유하는 것입니다.

그럼에도 불구하고, 태광산업은 모든 자본을 내부에 유보하여 주주로 하여금 오직 회사를 통해서만 자본을 소유하도록 하는 잘못된 자본배치정책을 채택하고 있습니다. 최근 발표된 10조원의 대규모 투자계획 역시 주주가치 제고에 대한 고민 없는 관성적 자본배치정책의 일환으로 보여집니다.

B. 유보자산의 비효율적 활용 1 : 목적 잃은 자산의 낮은 수익성

앞서 말씀드린 것처럼 태광산업은 수익성과 주주가치에 대한 깊은 고민 없이 관성적으로 내부 유보를 해왔기에 **매우 낮은 총자산이익율(ROA)**를 가집니다. 총자산이익율을 기준으로 태광산업을 코스피 상장 화학회사 65개와 비교해보면, 태광산업은 대부분의 회계연도에서 65개중 하위 40위 이하입니다. 비교대상 기업군을 태광산업과 더욱 비슷한 19개 기업으로 좁혀보아도 태광산업의 총자산이익율은 **19개 기업중 하위 16, 17위에** 머무릅니다.⁷

태광산업의 자산 구성 내역에 태광산업의 낮은 총자산이익율에 대한 실마리가 있습니다. 태광산업의 자산 구성 내역 중 대부분은 본업과 관계없는 비영업용 자산들이 차지하고 있습니다. 태광산업의 유동자산 중 비영업자산⁸의 비율은 68%로 65개 화학기업 중 2위로 높으며, 평균비율인 39%의 약 2배에 달합니다. 비유동자산 중 비영업자산⁹의 비율 역시 78%로 65개 화학기업 중 3위로 높고, **평균비율 41%의 2배에** 가깝습니다.

즉, 태광산업은 자산의 대부분을 본업과 관계없는 자산으로 채우고 있으며, 이 본업과 관계없는 자산들이 태광산업의 총자산이익율을 낮추는데 기여하고 있습니다.

C. 유보자산의 비효율적 활용 2 : 대주주 뒷바라지

태광산업이 보유한 자산을 얼마나 다양한 방법으로 대주주의 지원을 위해 활용하고 있는지를 본다면 누구라도 왜 태광산업이 보유한 본업과 관계없는 자산들이 태광산업의 총자산이익율을 낮추고 있는지 알 수 있습니다.

⁷ 2020년 태광산업의 총자산이익율은 매우 높으나, 이는 태광산업의 종속회사였던 티브로드가 SK 브로드밴드에 흡수합병되며 대규모의 기타이익이 회계상 발생하였기 때문으로, 실제 발생한 이익과는 무관한 회계상 이익율에 불과합니다.

⁸ 단기금융상품, 현금 및 현금성 자산 등

⁹ 투자부동산, 비관계사 주식(기타포괄손익-공정가치금융자산) 등

[티브로드 유상증자 풋옵션 사례]

2014년 2월 태광산업의 주요 자회사 중 하나였던 티브로드는 1000억원 규모의 유상증자를 단행합니다. 티브로드에 필요한 1000억원을 지급하고, 티브로드가 발행하는 신주를 가져간 인수자는 IMM컨소시엄입니다.

하지만 IMM컨소시엄은 티브로드가 1000억원의 대가로 발행한 신주 뿐 아니라 **이호진 전 회장¹⁰이 보유하고 있던 티브로드의 기존 발행 주식¹¹ 역시 1000억원에 인수**하였습니다.

여기까지가 거래의 전부라면 티브로드는 성공적인 투자유치를, 이호진 회장은 성공적인 일부 투자 엑시트를 이뤄낸 것처럼 보이나, IMM컨소시엄이 받은 것은 2000억원 상당의 주식에 더해, **이를 보장하는 해당 주식에 대한 매도청구권(풋옵션)**도 있었습니다.

당시 티브로드는 유가증권시장에 상장을 추진중이었으나, 상장이 실패할 가능성이 있으므로 투자자인 IMM컨소시엄에서 상장실패시 투자금 회사 방안 마련을 위해 매도청구권을 요구한 것입니다. 그리고 이 **매도청구권의 상대방이 되는 매수의무자에 느닷없이 태광산업이 등장**합니다.

복잡해 보이는 거래지만 그 실체는 간단합니다. **이호진 전 회장이 본인이 보유하고 있던 티브로드 주식을 IMM컨소시엄에 팔 때 태광산업이 이호진 전 회장의 티브로드 주식에 대해 보증을 서준 것**이나 다름이 없습니다. 보증서가 붙어있는 제품은 보증 없는 제품보다 비싼 가격에 팔리는 것이 당연하므로, 이호진 회장은 1000억원이라는 좋은 가격에 본인의 지분을 넘길 수 있었습니다. 면밀하게 따져보면, 이호진 회장이 받은 돈 안에는 태광산업이 보증한 보증서의 댓가도 있으므로, 이호진 회장에게 받은 1000억원 중 일부는 IMM을 거치긴 했으나 태광산업이 준 돈이라고 볼 수 있습니다.

이 사건은 이호진 전 회장의 이른바 황제 엑시트 논란을 불러일으켰고, 현재 관련자들은 배임 혐의로 검찰에 고발되어 수사 중에 있습니다.

[2022년 홍국생명 유상증자 및 우회지원 사례]

2022년 12월 홍국생명은 신종자본증권 콜옵션 미행사 사태로 촉발된 위기를 해결하기 위해 자본확충의 필요가 있었습니다. 홍국생명은 이호진 전 회장을 비롯한 태광그룹 대주주 일가가 90%의 지분을 보유한 사실상의 개인회사입니다.

하지만 **홍국생명을 자본확충을 지원하기 위하여 등장하는 회사는 이번에도 태광산업**이었습니다. 태광산업과 홍국생명은 이호진 전 회장이라는 대주주를 공유한다는 점을 제외하고는 아무런 관련이 없는 회사입니다. 지분적인 연관성도 없으며, 사업적인 연관성 역시 전혀 없습니다. 그러나 이런

¹⁰ 태광산업의 대주주이자 전 회장

¹¹ 11.96%에 해당

태광산업이 약 4000억원의 유상증자를 통하여 홍국생명을 지원하려 했습니다.

당사를 비롯한 많은 주주들로부터 대주주의 위기만 공유한다는 비판을 받고 유상증자 참여는 철회했으나, 태광산업은 결국 홍국생명을 우회지원합니다.

홍국생명이 가지고 있던 홍국화재 지분 약 20%를 약 500억원에 매입하며 홍국생명에 500억의 긴급자금지원을 해주었습니다. 이 때 태광산업은 법인세법을 이유로 상장되어 시장에서 거래되고 있는 홍국화재의 주식을 20% 할증된 금액에 매입하였습니다.

태광산업이 2022년 12월에 발표한 약 10조원의 투자계획 중에 500억원을 들여 시장가치 대비 20% 비싼 가격에 홍국화재의 지분을 사오는 것이 포함되어 있었을 지 의문스럽지만, 당사를 포함한 모든 주주에게 태광산업이 관성적으로 유보해온 내부 현금이 대주주의 위기를 지원하는 일에는 막힘없이 사용된다는 인식을 남겨주었습니다.

[고려저축은행, 홍국화재 등 금융사 지분 보유]

태광산업이 가지고 있는 금융계열사 지분은 홍국화재만이 아닙니다. 태광산업은 고려저축은행 지분 약 20%, 홍국화재 지분 약 40%를 보유하고 있습니다.

태광산업과 고려저축은행, 홍국화재 등 금융사는 사업상 아무런 연관성이 없고, 시너지 효과도 기대되지 않는 사업분야입니다.

고려저축은행의 지분구조는 이호진 전 회장이 30%, 태광산업이 20%, 이호진 전 회장이 대주주로 있는 대한화섬이 20%를 각각 보유한 형태이며, 홍국화재는 이호진 전 회장이 홍국생명을 통해 39.6%, 태광산업이 39.6%를 각각 보유하고 있습니다.

태광산업이 고려저축은행과 홍국화재의 지분을 보유하며 얻는 대가는 그 자산규모 대비 매우 미미합니다. 그럼에도 불구하고 태광산업이 고려저축은행과 홍국화재 지분을 팔아 보다 효율적인 자산으로 변환하지 못하는 이유는 태광산업이 보유한 금융계열사 지분은 이호진 전 회장의 금융계열사 지배력을 보장하기 위하여 반드시 필요하기 때문입니다.

[유보자산을 통한 대주주 뒷바라지 : 결론]

위 사례들을 본다면 누구라도 태광산업이 그 보유 자산을 전체 주주들의 주주가치 제고를 위해 효율적으로 운용하는 것이 아닌 대주주의 쌈짓돈처럼 운용하고 있다는 사실을 알 수 있습니다. 주주의 자본이 주주를 위하여 운용되지 않는 회사, 이 점이 바로 태광산업 저평가의 또 다른 원인입니다.

D. 유동성 부족으로 인한 할인

태광산업의 주가는 22년 기준 약 70~100만원으로 전체 코스피 상장주식 약 900여개¹² 중 3번째로 비싼 주식에 해당합니다. 과도하게 높은 주식의 가격은 유동성을 저해하는 요인이며, 실제 태광산업 주식의 유동성은 굉장히 낮습니다. 태광산업 주식의 거래회전율은 시가총액 1조원 이상 기업 269개 중 뒤에서 2순위입니다.

자산의 낮은 유동성은, 유동성 리스크라는 자산가치의 할인 요소가 되서 태광산업의 기업가치를 크게 감소시키는 요소로 저평가의 한 원인이 됩니다.

E. 소결 : 저평가 원인의 이해

정리하면 태광산업의 저평가의 원인은 다음 4가지 입니다.

첫째, 태광산업이 주주로 하여금 자본을 회사를 통해서만 소유하도록하여 주주에게 손해를 강요

둘째, 비효율적 자산 활용 및 과도한 비영업용 자산

셋째, 전체 주주가 아닌, 대주주만을 위하여 운용되고 있는 자산

넷째, 과도하게 높은 주식가격으로 인한 유동성 저하

첫째, 둘째, 셋째의 원인이 왜 발생했는지를 이해하는 데에는 그리 큰 노력이 필요하지 않습니다. 단 하나의 간단한 사실만을 이해하면 전체를 이해하기에 충분합니다.

태광산업 경영진과 대주주는 자본이 주주의 것이라고 생각하지 않습니다. 주주가 투자하였지만 태광산업만의 것이고, 대주주가 투자하지 않은 자본도 대주주만의 것입니다.

이 기괴한 내용만 사실로 받아들인다면, 모든 것이 간단해집니다.

태광산업은 주주가 자본을 회사를 통해서만 소유하도록 강제한 것이 아닙니다. 그저 그 자본이 주주의 것이 아니라 경영진과 대주주의 것이라고 생각하였기에 본인들이 소유하고자 했던 것입니다.

자산이 비효율적으로 사용되고 있는 것도 아닙니다, 현재의 자산 활용이 경영진과 대주주에게 최고로 효율적입니다. 주주에게 돌려주는 것은 내 것을 남에게 주는 것이기에 수익률은 0이고, 그러느니 조금 수익성이 낮더라도 비영업용 자산을 보유하는 것이 효율적이기 때문입니다.

대주주만을 위하여 운용되는 자산도 대주주를 위한 사익편취가 아닙니다. 그 자산이 대주주만의 것이므로 당연하고도 마땅한 자산 운용입니다.

¹² 우선주 포함

4. 저평가의 해결방안 - 트러스트톤의 제언

태광산업의 자본이 주주의 것인지, 아니면 경영진과 대주주의 것인지. 이 간단한 사실 하나의 차이가 현재의 태광산업의 저평가를 만들었습니다. 그렇다면 해결 방법 역시 간단합니다. 태광산업의 이사회에게 태광산업 자본의 주인이 주주임을 가르쳐 주어야 합니다.

먼저 위법하게 구성된 이사회를 정상화할 것을 제안합니다.

A. 위법한 이사회에의 정상화 - 대주주를 위한 사외이사 방어막 쌓기, 이를 위해 22년 위법하게 선출된 사외이사

제안사항 : 분리선출 방식을 통하여 감사위원이 되는 사외이사/기타비상무이사를 선임

제안이유 : 현행 상법은 대주주의 독단적 경영을 방지하고, 소수주주에 의한 견제를 보장하기 위하여 이사 및 감사위원 선출 시 3%의 지분까지만 의결권을 행사하도록 하는 3%룰을 두고 있습니다. 즉, 이사회 내에서 대주주 이외 주주의 목소리를 대표할 이사를 최소 1명 보장하려는 게 위 제도의 목적입니다.

분리선출하는 이사의 수가 몇 명 인지는 매우 중요한 의미를 가집니다. 그 숫자를 회사가 고무줄처럼 변경할 수 있다면 대주주는 매 주주총회마다 무한정 분리선출하는 이사의 숫자를 쌓아둔 뒤, 쌓은 그 횟수만큼 소수주주의 목소리를 대표하는 사외이사의 선임을 막을 수 있습니다. 그렇기에 상법은 분리선출하는 이사의 수를 1명으로 특정한 뒤, 정관의 규정에 의하여 이를 변경할 수 있도록 규정하고 있습니다.

태광산업이 바로 그 분리선출하는 이사의 수를 고무줄처럼 변경하며 소수주주를 대표하는 사외이사의 선임을 막고자 하는 꼼수를 쓰는 회사입니다.

현재 태광산업의 경우 상법에 의해 분리선출하는 사외이사의 수가 1명으로 정해져 있음에도 불구하고 2021년 나정인 사외이사를 분리선출하였고, 2022년 최원준 사외이사를 분리선출하여 총 2명의 사외이사를 분리선출하였습니다.

태광산업의 나정인 사외이사는 21년 3월 분리선출되었고, 23년 3월 임기가 만료됩니다. 이러한 나정인 사외이사의 후임자를 분리선출하자는 당사의 주장에 대하여 태광산업은 22년 분리선출한 최원준 사외이사가 있음을 이유로 당사의 제안이 부적법하다고 하며 이를 거절하였습니다. 태광산업 스스로는 22년 최원준 사외이사를 분리선출 할 당시, 분리선출된 이사가 1명 있음에도 불구하고 또 다른 사외이사를 분리선출하였으면서도, 같은 내용을 당사가 제안하자 분리선출된 이사가 있음을 핑계로 제안을 거부한 것입니다.

주주의 정당한 권리인 주주제안 조차도 태광산업은 그 제안자가 대주주인지 아닌지에 따라 차별하여 안전상정 자체를 원천봉쇄하려는 행태를 보이고 있습니다.

그러나 당사가 법무부 상사법무과의 유권해석을 통해 확인한 바에 따르면, 태광산업이 아무런 근거 없이 2번째로 뽑은 최원준 사외이사는 법령과 정관에 위반하여 선임된 사외이사입니다. 또한, 2번째로 뽑힌 최원준 사외이사의 경우 분리선출의 지위가 전혀 인정되지 않습니다.

따라서 오는 23년 3월 적법하게 분리선출 된 나정인 사외이사의 임기만료 이후, 태광산업에는 더 이상 적법하게 분리선출된 사외이사가 존재하지 않으므로 태광산업은 23년 주주총회에서 분리선출 방식에 의한 사외이사를 1명 선출해야 합니다.

이어 태광산업 이사회에 변화를 가져올 독립성과 전문성이 있는 사외이사 후보를 제안합니다.

B. 독립성과 전문성이 있는 사외이사 후보제안

제안사항 : 감사위원이 되는 사외이사/기타비상무이사 후보로 조인식 전 국민연금 CIO 직무대리를 제안(분리선출)
--

제안이유 : 현재 태광산업 이사회에 가장 필요한 덕목은 사외이사의 독립성과 자본배치에 대한 전문성 그리고 전체 주주를 위한 충실함 입니다. 현재의 사내이사 진은 대주주를 제외한 주주의 이해관계에 아무런 관심이 없으며 주주의 목소리를 들을 준비조차 되어 있지 않습니다.

이러한 사내이사들을 견제하고, 이사회에서 전체 주주들을 위한 올바른 목소리를 내려면 새롭게 선임될 감사위원이 될 사외이사/기타비상무이사 후보자에게는 이사회역할에 대한 확고한 의식과 이를 실행할 의지가 필요합니다.

당사가 추천하는 조인식 후보는 국민연금에 기금운용본부에 재임하며 기금운용본부장(CIO) 직무대리를 수행하여 기업의 올바른 지배구조와 이사회역할에 대한 확고한 의식과 이를 실행할 의지를 보유하고 있습니다. 또한, NH농협생명에서 CIO를 역임하는 등 자산의 운용과 재무적인 능력이 뛰어나 현재 태광산업에게 필요한 자산의 운영에 대한 전문성이 높습니다. 당사가 추천하는 후보자에 관한 자세한 경력사항은 당사의 별도자료를 참고해 주십시오.

변화된 이사회와 함께 주주와 회사 간의 자본 배치 정책을 원점에서 재검토할 것을 제안합니다. 주주가 회사를 통해 소유하면 자본의 83%를 손해보는 상황¹³이 유지된다면 올바른 자본배치 정책은 자본을 회사로부터 회수하여 주주가 직접 자본을 소유하는 것입니다.

C. 자본배치정책의 변경 : 중기 주주환원정책 수립 및 자사주를 통한 자본 주주환원

제안사항1 : 중기 배당성향을 당기 별도순이익 기준 최소 20% ~ 최대 40%로 설정 및 이행

제안사항2 : 주주가치 저평가를 고려, 한시적인 자사주 매입, 소각 정책 수립 및 이행. 소각 규모 당기 별도순이익 기준 10%

제안이유 : 경영진과 회사의 가장 중요한 목표 중 하나는 주주가치의 제고이므로, 그들의 주요한 임무 중 하나도 주주가치를 제고할 수 있는 자본배치정책을 수립 및 이행하는 것입니다.

그러나, 주주가치를 위한 경영진의 자본배치정책에 전제가 되는 것이 있으니 바로 “주주-회사 간 의 신뢰”입니다. 경영진이 주주의 충실한 대리인이라는 믿음이 있고 나서야 그들의 자본배치정책에 대한 평가가 가능합니다.

또한, 주주가치를 위한 자본배치정책은 각각의 산업마다 회사마다 달라 정답이 있는 문제는 아닙니다. 하지만, 태광산업의 지난 10년을 통해 99.7%의 유보율, 0.3%의 주주환원율이 정답이 아님은 명확하게 알 수 있습니다.

사라진 주주-회사 간 신뢰도를 위해서도, 지난 10년간의 실패에서 얻은 경험에 기반해서도 주주가치제고를 위한 올바른 자본배치정책이 주주에게로의 자본환원임은 명백합니다.

그럼에도 불구하고, 당사는 태광산업의 주주으로써 태광산업이 앞으로의 미래 먹거리를 위하여 대규모의 투자를 할 필요성이 있다는 점에 대해서도 공감합니다. 이에 미래의 10년을 위하여 태광산업에 투자자본의 필요성이 있으므로 태광산업에 50% 이상의 자본을 유보하고자 합니다.

따라서, 당사는 태광산업과 태광산업의 주주분들에게 최대 50%의 자본환원율은 제안합니다.

D. 주주가 올바른 결정을 할 수 있도록 IR등을 통한 정보제공

제안사항 : 일반주주 대상 정기적 IR 등을 통해 경영진의 경영목표, 사업현황 등을 자본시장 주주들에게 상세히 설명할 것

¹³ 주가순자산배율 1이하. 현재 0.17

E. 회사 내 자산의 수익성 점검 및 저수익 자산 처분

제안사항 : 회사 내 금융자산, 타회사보유 지분, 투자부동산 등의 보유 필요성 및 수익성을 점검 하고 불필요자산을 처분할 것

F. 액면분할을 통한 주식 유동성 제고

제안사항 : 액면가를 현재의 1/10로 하는 액면분할을 실시할 것

제안이유 : 태광산업 주식의 거래회전율은 시가총액 1조원 이상 기업 269개 중 뒤에서 2순위입니다. 이러한 낮은 유동성이 태광산업 저평가 원인 중 하나입니다.

그럼에도 불구하고 태광산업은 당사의 액면분할 요구에 대하여 액면분할 자체는 기업가치의 변화를 불러일으키지 않는다고 하며 이를 거절하였습니다.

그러나 태광산업의 이러한 주장은 유동성 리스크라는 기업가치 할인요소를 철저히 무시하고, 태광산업의 주식을 유동성 함정에 빠뜨려 신규 주주의 진입을 차단하려는 목적 아래 주주의 요구를 회피하려는 변명에 지나지 않습니다.

당사가 분석한 바에 따르면 2018년부터 현재까지 주식 액면분할을 한 기업들 중 월평균 회전율이 10 이하인 저유동성 기업들의 경우 거래회전율이 평균적으로 326% 증가하였고 분할비율 1:2, 1:5, 1:10 중 특히 1:10의 비율로 액면분할이 이루어진 경우 거래회전율이 평균적으로 795% 증가되어 유동성 리스크가 해소되고 기업가치가 상승하는 모습을 분명하게 관찰할 수 있었습니다.

따라서 당사는 태광산업이 현재 태광산업 주식에 낮은 유동성이라는 기업가치 할인 요소가 있음을 분명하게 직시하고, 이를 해결하는 가장 적절한 수단인 액면분할을 실시할 것을 제안합니다.

트러스트자산운용

