

2023 국내 자산운용사 의결권 행사 현황

▶ESG 엄수진 | sujineom@hanwha.com | 3772-7407

(上편) 안건별 의결권 행사 현황 및 자산운용사별·피투자회사별 반대율
(下편) 반대사유분석



“ 본 보고서는 지난 10월 발간된 「2023 국내 자산운용사 의결권 행사 현황」 上편 ‘안건별 의결권 행사 현황 및 자산운용사별·피투자회사별 반대율’의 후속이다. 上편이 주주총회 안건에 대한 자산운용사의 전반적인 의결권 행사 동향을 살펴보았다면 下편에서는 반대 의결권이 행사된 경우 그 반대 사유로는 어떤 것들이 있는지, 안건 유형 별로 높은 빈도로 지적된 사유가 무엇인지 등을 탐구한다. ”

| Contents |

I. 분석 배경	08
II. 분석 대상	13
III. 분석 결과	14
1. 사내이사 선임	14
2. 사외이사 선임	15
3. 감사위원 선임	16
4. 감사 선임	17
5. 재무제표 및 배당	18
6. 정관 변경	19
7. 이사 보수 한도	19
8. 감사 보수 한도	20
9. 정관 외 사규 변경	20
10. 주식매수선택권 부여	21
11. 기타	21
IV. (Case Study) 반대율이 높았던 주주제안	22
1. 케이티앤지	22
2. 에스엠	24
3. KB금융	28
V. 마무리하며	30
VI. 붙임	31

[보고서 구성]

「2023 국내 자산운용사 의결권 행사 현황」은 아래와 같이 2개 편으로 구성되어 있으며 금번 호는 ‘하편’이다.

- (上편) 안건별 의결권 행사 현황 및 자산운용사별·피투자회사별 반대율
- (下편) 반대 사유 분석

[핵심 요약]

분석 배경 본 보고서는 지난 10월 발간된 「2023 국내 자산운용사 의결권 행사 현황」 상편 ‘안건별 의결권 행사 현황 및 자산운용사별·피투자회사별 반대율’의 후속이다. 상편이 주주총회 안건에 대한 자산운용사의 전반적인 의결권 행사 동향을 살펴보았다면 하편에서는 반대 의결권이 행사된 경우 그 반대 사유로는 어떤 것들이 있는지, 안건 유형별로 높은 빈도로 지적된 사유가 무엇인지 등을 탐구한다.

상편 발간 직후인 10월 27일, 금융감독원과 금융투자협회는 「자산운용사의 의결권 행사 가이드라인」을 전면 개정하여 공표하였다. 의결권 행사 가이드라인은 명칭 그대로 자산운용사가 의결권을 행사할 때 참고할 수 있는 지침으로서 찬성 또는 반대 의결권 행사 시 판단 근거가 된다. 감독당국에서 전면 개정 가이드라인을 공표한 직후인 현 시점에 반대 의결권이 행사된 주주총회 안건에 대한 반대 사유를 분석해 보는 것은 시의 적절하다고 보여진다.

분석 대상 상편에서 조사 대상 안건 전체 건수는 24,757건이었고 이에 대한 의결권 행사 건수는 24,911건으로 집계되었다. 동일 안건에 대하여 보유한 지분의 일부는 행사하고 일부는 불행사하는 등의 경우 행사 건수로는 각각 집계하였기 때문이다. 자산운용사의 반대 의결권 행사 건수는 1,323건인데, 본 보고서 하편에서는 이 1,323건에 대해 의결권 행사 시 자산운용사가 근거로 제시한 반대 사유를 검토해본다.

[표1] 안건 유형별 의결권 행사 현황

유형	찬성		반대		중립		불행사		기권		총 의결권 행사 건수
	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	
사내이사 선임	3,300	79.3%	147	3.5%	43	1.0%	669	16.1%	0	0%	4,159
사외이사 선임	3,073	79.9%	242	6.3%	50	1.3%	480	12.5%	0	0%	3,845
감사위원 선임	2,263	83.5%	143	5.3%	46	1.7%	257	9.5%	0	0%	2,709
감사 선임	327	62.5%	82	15.7%	2	0.4%	112	21.4%	0	0%	523
재무제표 및 배당	3,091	77.6%	82	2.1%	39	1.0%	771	19.4%	1	0.0%	3,984
경관 변경	1,984	75.1%	223	8.4%	16	0.6%	416	15.8%	2	0.1%	2,641
이사 보수 한도	2,517	74.0%	227	6.7%	34	1.0%	624	18.3%	0	0%	3,402
감사 보수 한도	1,042	67.9%	46	3.0%	8	0.5%	438	28.6%	0	0%	1,534
경관 외 사규 변경	210	60.2%	59	16.9%	1	0.3%	79	22.6%	0	0%	349
주식매수선택권 부여	365	68.6%	26	4.9%	0	0%	141	26.5%	0	0%	532
이사 해임	1	33.3%	0	0%	0	0%	2	66.7%	0	0%	3
감사 해임	0	0%	0	0%	0	0%	1	100%	0	0%	1
기타	883	71.8%	46	3.7%	13	1.1%	286	23.3%	1	0.1%	1,229
총계	19,056	76.5%	1,323	5.3%	252	1.0%	4,276	17.2%	4	0.0%	24,911

주: 동일 안건에 대해 의결권을 일부는 행사, 일부는 불행사한 경우 등으로 인하여 총 의결권 행사 건수 총계가 단순히 안건을 합산한 값보다 큼

자료: 한화투자증권 리서치센터

분석 결과

- ‘사내이사 선임’ 안건에 대한 반대 사유는 사내이사 후보의 충실성 및 적격성과 관련된 사유의 비중이 높은 반면 ‘사외이사 선임’ 안건 및 ‘감사위원 선임’ 안건에 대한 반대 사유는 독립성과 관련된 사유의 비중이 높았다.
- ‘감사 선임’ 안건의 경우에는 특히 감사 후보의 장기 재직을 근거로 반대 의결권이 행사되는 경우가 많았다.
- 배당이 과소하다는 이유로 반대 의결권이 행사된 경우에는 대개 동종업계 평균 대비 배당이 낮다거나, 보유하고 있는 현금이 충분한데 주주 환원이 소극적으로 이루어진다는 점이 지적되었다.

[표2] ‘사내이사 선임’ 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
적격성	위법 이력 또는 윤리성 이슈, 감시 의무 소홀: 감독당국에 의한 (자)회사 제재 당시 재직, 감시 의무 소홀: 위법 이력 또는 윤리성 이슈 있는 사내이사 견제 또는 감독 미흡, 기업가치 훼손 이력: 회계처리기준 위반 당시 재직 등
독립성	거래관계로 인한 독립성 훼손 우려, 이해관계로 인한 독립성 훼손 우려, 장기 재직 등
충실성	참석을 저조, 과다 결임, 주주와의 소통 미흡 등
기타	이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대, 다른 후보가 더 적합하다고 판단, 후보 사퇴 (예정), 분할계획서 승인의 건에 반대함에 따라 분할후 신설회사 사내이사 선임 반대, 임기 미공시 등
공시 개선 필요	기업가치 훼손 이력, 기업가치 훼손 우려, 주주권익 침해 이력, 주주권익 침해 우려, 주주권익 제고 노력 미흡, 기타 불명확한 사유 등

주: ‘~이력’은 과거에 관련 사실이 이미 발생한 것을 의미, ‘~우려’는 미래에 관련 사건이 발생할 가능성이 높음을 의미

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] '사외이사 선임' 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
적격성	위법 이력 또는 윤리성 이슈, 퇴직공직자 취업심사 미 실시 또는 미승인, 감시 의무 소홀: 근로자 사망 사건 당시 재직, 감시 의무 소홀: 감독당국에 의한 (자)회사 제재 당시 재직, 감시 의무 소홀: 위법 이력 또는 윤리성 이슈 있는 사내이사 견제 또는 감독 미흡, 감시 의무 소홀: 불안전판매 및 환매 중단 사건 당시 재직, 주주권익 침해 이력: 주주제안 무력화 안건에 찬성, 공직자 재직 중, 기타 법령상 결격사유 등
독립성	거래관계로 인한 독립성 훼손 우려, 이해관계로 인한 독립성 훼손 우려, 특정주주 이익 우선시 우려, 법률에 따른 사외이사 재직기간 상한 초과 (예정), 장기 재직, 5년 내 계열회사 임직원, 기타 독립성 훼손 우려 사유 등
충실성	참석을 저조, 과다 경임, 기존 이사회 활동 중 반대 의견 전무 등
기타	이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대, 노조 추천 이사 선임: 장기 주주가치에 기여하지 않는다고 판단, 거시경제 환경 고려 시 주주제안 후보 선임 부적절하다 판단, 후보 사퇴 (예정), 현 이사회 독립성 및 전문성 결여 근거 부족, 다른 후보가 더 적합하다고 판단, 다른 후보와 전문성 중복, 주주제안 안건에 찬성함에 따른 이사회 제안 안건 반대, 사외이사 증원: 이사회 운영 효율성 저하 우려, 정보 불충분, 근로자와 주주 간 목적 상충, 이사 보수 증가 우려 등
공시 개선 필요	기업가치 훼손 이력, 기업가치 훼손 우려, 주주권익 침해 이력, 주주권익 침해 우려, 주주권익 제고 근거 부족, 기타 불명확한 사유 등

주: '~이력'은 과거에 관련 사실이 이미 발생한 것을 의미, '~우려'는 미래에 관련 사건이 발생할 가능성이 높음을 의미

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] '감사위원 선임' 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
적격성	감시 의무 소홀: 위법 이력 또는 윤리성 이슈 있는 사내이사 견제 또는 감독 노력 미흡, 감시 의무 소홀: 근로자 사망 사건 당시 재직, 퇴직공직자 취업심사 미 실시 또는 미승인, 공직자 재직 중 등
독립성	거래관계로 인한 독립성 훼손 우려, 이해관계로 인한 독립성 훼손 우려, 특정주주 이익 우선시 우려, 5년 내 계열회사 임직원, 장기 재직, 기타 독립성 훼손 우려 사유 등
충실성	참석을 저조, 과다 경임, 재직기간 중 감사용역보수 대비 비감사용역보수 과다 등
기타	이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대, 다른 후보가 더 적합하다고 판단, 정보 불충분 등
공시 개선 필요	기타 불명확한 사유 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] '감사 선임' 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
적격성	세무사법에 따른 결격사유 해당, 퇴직공직자 취업심사 미 실시 또는 미승인 등
독립성	거래관계로 인한 독립성 훼손 우려, 이해관계로 인한 독립성 훼손 우려, 경영진과의 친분으로 인한 독립성 훼손 우려, 감사에게 주식매수선택권 부여: 독립성 훼손 우려, 모회사 감사 출신: 독립성 훼손 우려, 장기 재직, 지분 보유, 해당 회사 임직원 재직 이력, 기타 독립성 훼손 우려 사유 등
충실성	참석을 저조, 과다 경임, 경임으로 인한 충실한 직무 수행 어려움 우려, 책임성 및 윤리성 저조 우려, 충실한 직무 수행 어려움 우려 등
기타	이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대, 3년 내 경쟁회사 임직원, 독립성 및 전문성 부족, 장기 주주가치에 기여하지 않는다고 판단, 주주제안 안건에 찬성함에 따른 이사회 제안 안건 반대, 후보 사퇴 (예정) 등
공시 개선 필요	주주권익 제고 노력 미흡, 주주권익 침해 우려, 기타 불명확한 사유 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] '재무제표 및 배당' 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유	
재무제표 승인	경영실적의 부정확한 반영, 감사 받지 않은 재무제표, 외부감사인 감사의견 비적정, 경영성과에 대한 설명 불충분 등	
배당	특정 기준 대비 적정성	Peer 대비 과다/과소배당, 재무상황 대비 과다/과소배당, 경영성과 대비 과소배당, 보유 현금 및 미래 영업현금흐름 과다 계상, 주주제안 대비 과소배당 등
	현 수준 적절	안정적 배당정책 유지, 투자 자금 확보 필요, 현 배당성향 적절하다고 판단, (배당 증대 시) 성장 잠재력 훼손, (배당 증대 시) 현금 유동성 리스크 유발 등
	정책 및 관행	지속적으로 주주환원 저조, 배당정책 보수적, 배당정책 위배 등
기타	이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대, 정보 불충분, 주주제안 안건에 찬성함에 따른 이사회 제안 안건 반대 등	
공시 개선 필요	과다배당, 과소배당, 기타 불명확한 사유 등	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표7] '이사 보수 한도' 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
특정 기준 대비 적정성	Peer 대비 보수한도 과다, 경영성과 대비 보수한도 과다, 회사 또는 이사회 규모 대비 보수한도 과다, 재무상황 대비 보수한도 과다 등
전년 대비 과도한 증가 또는 증액 근거 불충분	전년 대비 과도한 증가, 사내이사 1인당 실 지급액 증가, 이사 수 변동 없음, 이사회 규모 축소, 보수한도 인상의 근거 취약 등
경영성과 미연동	경영성과 미연동, 업황 악화 예상 등
보수 수령자의 충실성	참석을 저조, 충실한 직무 수행 어려움 우려 등
과다 지급 근거 제도화	임원 퇴직금 지급규정 별도 존재, 실 지급액 대비 보수한도 과다, 퇴직금 과다 지급 우려 등
기타	보수한도 중 실 지급액 대부분이 대주주특수관계자회장 등 특정인에게 집중, 실 지급률 과다 등
공시 개선 필요	보수한도 과다, 주주권익 제고 노력 미흡, 주주권익 침해 우려, 기타 불명확한 사유 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표8] '감사 보수 한도' 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
특정 기준 대비 적정성	Peer 대비 보수한도 과다, 경영성과 대비 보수한도 과다, 재무상황 대비 보수한도 과다, 직무 수행 역량 대비 보수 낮음 등
전년 대비 과도한 증가 또는 증액 근거 불충분	전년 대비 과도한 증가 등
충실하고 독립적인 감사 직무 수행에 불충분	충실한 직무 수행 어려움 우려, 책임감과 독립성 확보 우려 등
보수 수령자의 충실성	감사 역할 수행 실적 대비 보수한도 과다 등
보수 수령자의 적격성	퇴직공직자 취업심사 미 실시 또는 미승인, 세무사법에 따른 결격사유 해당 등
기타	실 지급액 대비 보수한도 과다, 실 지급액 없음, 이사 보수한도 및 실 지급액 대비 보수한도 과소, 주주제안 안건에 찬성함에 따른 이사회 제안 안건 반대, 이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대 등
공시 개선 필요	주주권익 제고 노력 미흡 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표9] '정관 외 사규 변경' 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
경영성과, 재무상황, 퇴직사유 등 고려 시 과다	경영성과 대비 보수한도 과다, 경영성과 미연동, 경영실적·재무상황·퇴직사유 등 고려 시 과다 등
예외 규정 적용	공로금 또는 위로금 조항: 퇴직금 과다 지급 우려, 퇴직금 지급규정 예외 조항: 퇴직금 과다 지급 우려, 기존 사규가 아닌 별도 약정 적용 등
기타	최고경영자 혹은 사내이사가 아닌 사외이사의 경우 퇴직 혜택을 부여하는 제안에 반대, 비용 상승, 실 지급액 대비 보수한도 과다, 정보 불충분, 주주총회 결의사항을 이사회 결의사항으로 변경 등
공시 개선 필요	퇴직금 과다 지급 우려, 보수 과다 지급 우려, 주주권익 침해 우려 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표10] '주식매수선택권 부여' 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
경영성과 미연동	(장기) 경영성과 미연동, 시장요인 미배제, 결손 상태 등
사외이사 및 감사의 독립성 훼손 우려	사외이사 또는 감사에게 주식매수선택권 부여: 독립성 훼손 우려, 사외이사에게 주가와 연계된 보상을 부여 등
기타	발행규모 과다, 정보 불충분, 기재직 중인 임직원에 부여: 신규 인력 유치 목적 미부합 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

I. 분석 배경

1. 상편 요약

개요 「2023 국내 자산운용사 의결권 행사 현황」 보고서 상편의 제목은 ‘안건별 의결권 행사 현황 및 자산운용사별·피투자회사별 반대율’이다.

2023년 9월 기준 금융투자협회에 정회원으로 등록된 323개의 자산운용사 중 한국거래소 공시 시스템(KIND)에 의결권 행사 현황을 공시한 자산운용사는 180개이며, 이 180개 자산운용사가 공시한 안건 수는 24,757건으로 집계되었다.

상편은 이 24,757건의 주주총회 안건을 ‘이사 선임’, ‘정관 변경’, ‘재무제표 및 배당’ 등의 안건 유형 및 찬성/반대/중립/불행사 등 의결권 행사 내역에 따라 통계 분석을 수행하는 한편, 반대율이 높은 자산운용사와 피투자회사의 목록을 살펴보았다.

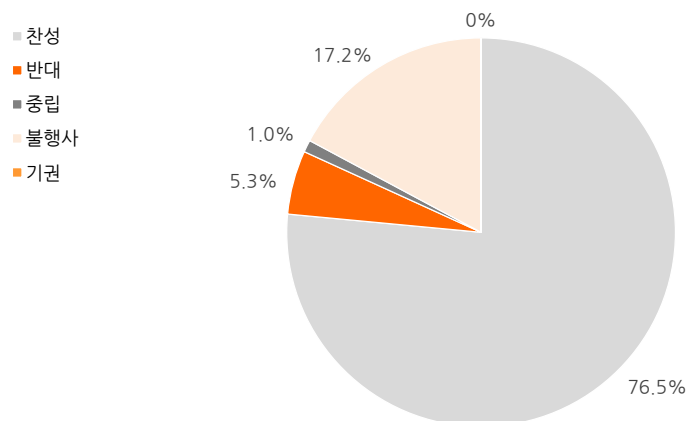
상편 내용 중 下편과 직접적으로 연관이 있는 부분을 아래에 다시 요약하여 정리하였다.

의결권 행사 현황 전체 분포

조사 대상 안건 24,757건에 대한 자산운용사의 의결권 행사 건수는 24,911건으로 집계되었다. 동일 안건에 대하여 보유한 지분의 일부는 행사하고 일부는 불행사하는 등의 경우, 행사 건수로는 각각 집계하였기 때문이다.

의결권 행사 건수를 기준으로, 의결권 행사 현황별 분포를 살펴보면 찬성이 76.5% (19,056건)로 가장 높은 비중을 차지하였다. 다음으로 불행사 17.2%(4,276건), 반대 5.3%(1,323건) 순으로 나타났다. 의결권을 불행사한 사유는 대개 주주총회 의결이나 펀드 손익에 미치는 영향이 미미하다는 것이었다.

[그림1] 의결권 행사 현황별 분포 (행사 건수 기준)



자료: 한화투자증권 리서치센터

안건 유형별 의결권 행사 현황 ‘사내이사 선임’, ‘사외이사 선임’, ‘감사위원 선임’ 안건에 비해 ‘감사 선임’ 안건에 대한 반대율이 15.7%로 높았다. 이는 법률에서 요구하는 감사에 대한 독립성 요건이 사외이사나 감사위원에 대한 독립성 요건보다 비교적 약하기 때문에, 법률에 따른 결격사유에는 해당하지 않지만 독립성 훼손의 우려가 있는 후보가 감사로 선정되는 경우가 적지 않은 데 기인한 것으로 추정된다.

한편, ‘정관 외 사규 변경’ 안건에 대한 반대 비율도 16.9%로 높게 나타났는데, 이 유형에 속하는 안건은 대부분 임원 퇴직금 지급규정을 개정하는 건으로, 퇴직하는 임원에게 과도한 보상을 지급할 우려를 사유로 들어 반대를 하는 경우가 많았다.

[표11] 안건 유형별 의결권 행사 현황

유형	찬성		반대		중립		불행사		기권		총 의결권 행사 건수
	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	
사내이사 선임	3,300	79.3%	147	3.5%	43	1.0%	669	16.1%	0	0%	4,159
사외이사 선임	3,073	79.9%	242	6.3%	50	1.3%	480	12.5%	0	0%	3,845
감사위원 선임	2,263	83.5%	143	5.3%	46	1.7%	257	9.5%	0	0%	2,709
감사 선임	327	62.5%	82	15.7%	2	0.4%	112	21.4%	0	0%	523
재무제표 및 배당	3,091	77.6%	82	2.1%	39	1.0%	771	19.4%	1	0.0%	3,984
정관 변경	1,984	75.1%	223	8.4%	16	0.6%	416	15.8%	2	0.1%	2,641
이사 보수 한도	2,517	74.0%	227	6.7%	34	1.0%	624	18.3%	0	0%	3,402
감사 보수 한도	1,042	67.9%	46	3.0%	8	0.5%	438	28.6%	0	0%	1,534
정관 외 사규 변경	210	60.2%	59	16.9%	1	0.3%	79	22.6%	0	0%	349
주식매수선택권 부여	365	68.6%	26	4.9%	0	0%	141	26.5%	0	0%	532
이사 해임	1	33.3%	0	0%	0	0%	2	66.7%	0	0%	3
감사 해임	0	0%	0	0%	0	0%	1	100%	0	0%	1
기타	883	71.8%	46	3.7%	13	1.1%	286	23.3%	1	0.1%	1,229
총계	19,056	76.5%	1,323	5.3%	252	1.0%	4,276	17.2%	4	0.0%	24,911

주: 동일 안건에 대해 의결권을 일부는 행사, 일부는 불행사한 경우 등으로 인하여 총 의결권 행사 건수 총계가 단순히 안건을 합산한 값보다 큼
 자료: 한화투자증권 리서치센터

반대율 상위 30개 피투자회사 의결권을 행사(하고 그것을 공시)한 자산운용사가 10개 이상인 피투자회사 중 안전에 대한 반대율 상위 30개 회사를 아래 [표12]에 정리하였다.

본 보고서 하편은 후반부에서 이 30개 회사 중 주주제안 안전의 비중이 높았던 케이티앤지, 에스엠, KB금융에 대하여 Case Study로 다룬다.

[표12] 반대율 상위 30개 피투자회사

순번	사명	종목코드	구분	총 안전 수	총 반대 안전 수	반대율	의결권 행사한 자산운용사 수	정기주주총회 안전 수	임시주주총회 안전 수
1	케이티앤지	033780	유가증권_주권	476	106	22.3%	14	34	0
2	셀트리온	068270	유가증권_주권	72	14	19.4%	12	6	0
3	동진씨미켐	005290	코스닥_주권	40	7	17.5%	10	4	0
4	풀어비스	263750	코스닥_주권	40	7	17.5%	10	4	0
5	KB 금융	105560	유가증권_주권	270	44	16.3%	18	15	0
6	씨에스윈드	112610	유가증권_주권	60	8	13.3%	12	5	0
7	고려아연	010130	유가증권_주권	130	17	13.1%	13	10	0
8	신한지주	055550	유가증권_주권	285	33	11.6%	19	15	0
9	네오위즈	095660	코스닥_주권	80	9	11.3%	10	8	0
10	엘에스일렉트릭	010120	유가증권_주권	110	12	10.9%	10	11	0
11	삼성 SDI	006400	유가증권_주권	279	30	10.8%	31	9	0
12	에스엠	041510	코스닥_주권	620	63	10.2%	20	31	0
13	JYP Ent.	035900	코스닥_주권	120	12	10.0%	20	6	0
14	삼성물산	028260	유가증권_주권	180	17	9.4%	20	9	0
15	POSCO 홀딩스	005490	유가증권_주권	260	24	9.2%	26	10	0
16	스튜디오드래곤	253450	코스닥_주권	132	12	9.1%	12	11	0
17	기아	000270	유가증권_주권	180	16	8.9%	20	9	0
18	하이트진로	000080	유가증권_주권	50	4	8.0%	10	5	0
19	하이브	352820	유가증권_주권	90	7	7.8%	15	6	0
20	F&F	383220	유가증권_주권	52	4	7.7%	13	4	0
21	LS	006260	유가증권_주권	104	8	7.7%	13	8	0
22	LG 생활건강	051900	유가증권_주권	55	4	7.3%	11	5	0
23	셀트리온헬스케어	091990	코스닥_주권	110	8	7.3%	11	10	0
24	한화에어로스페이스	012450	유가증권_주권	83	6	7.2%	14	7	1
25	현대건설	000720	유가증권_주권	98	7	7.1%	14	7	0
26	SK	034730	유가증권_주권	105	7	6.7%	15	7	0
27	우리금융지주	316140	유가증권_주권	120	8	6.7%	12	10	0
28	포스코퓨처엠	003670	유가증권_주권	110	7	6.4%	10	11	0
29	씨젠	096530	코스닥_주권	96	6	6.3%	12	8	0
30	삼성생명	032830	유가증권_주권	65	4	6.2%	13	5	0

주1: 의결권을 행사한 자산운용사 수가 10개 이상인 피투자회사 한정

주2: 총 안전 수는 해당 피투자회사에 대한 자산운용사의 의결권 행사 내역이 공시된 안전을 모두 합산한 것임

주3: 에스엠은 철회된 안전까지 포함한 수치임 / 스튜디오드래곤은 공시자료에서는 8건으로 보여지나 실제 상정된 안전은 11건임 / 한화에어로스페이스의 정기주주총회에서 의결권을 행사한 자산운용사는 11개, 임시주주총회에서 의결권을 행사한 자산운용사는 6개, 정기주주총회와 임시주주총회 모두에서 의결권을 행사한 자산운용사는 3개

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 「자산운용사의 의결권 행사 가이드라인」 전면 개정

추진 배경 및 진행 경과

금융감독원과 금융투자협회는 2023년 4월부터 자산운용사, 자본시장연구원 등과 T/F를 구성하여 의결권 행사 가이드라인의 실효성 있는 개정뿐 아니라 의결권 행사 및 공시제도 전반에 대한 개선방안을 모색해 왔다.

동 T/F 논의결과와 자산운용사의 의결권 행사 공시 실태분석 결과를 바탕으로 2023년 8월에 의결권 행사 공시서식 표준화 및 공시정보 DB 구축 추진 방안을 우선 발표하였으며, 10월에 의결권 행사 가이드라인 전면 개정을 완료하였다.

현황 및 문제점

기존 가이드라인은 2016년 6월 개정 이후 최신 이슈 및 사례가 반영되지 못하였고, 일부 조항은 추상적이고 모호한 원칙만을 제시하고 있었다. 또한 구체적인 판단기준이 부족하거나 법규와 권고사항, 원칙과 사례 간 구분이 불명확한 경우도 있었다. 이 같은 이유로, 가이드라인에 대한 자산운용사의 활용도가 저조하였다.

[표13] 「자산운용사의 의결권 행사 가이드라인」 주요 개정 내용

현황 및 문제점	개선 방향
의결권 행사 실무 관련 모범기준 부재	① 일반원칙 신설 의결권 행사 정책·의사결정 체계 등 내부통제 모범기준 제시
주제별 편제	② 실무 중심 편제 개편 단시간 내 참조가 용이하도록 주주총회 소집공고상 안전 기재 순서에 따라 편제 개편
법규와 권고사항, 원칙과 사례 불분명	③ 법규와 권고사항, 원칙과 사례 구분 명확화 이사 선임 요건 등 법규에서 정한 사항은 관련 법령을 부기하여 판단 근거를 제공하고, 원칙적 판단기준과 구체적 고려요소 및 사례를 구분하여 제시
최신 사례 부족	④ 사례 보완 및 현행화 국내외 주요 의결권 자문기관의 의결권 지침, 「K-ESG 가이드라인」 등을 참고하여 ESG 등 최신 사례 보강
의미·표현 모호	⑤ 의미·용어 정비 법령과 상이하거나 의미가 모호한 표현 명확화

가이드라인 활용도 저조

가이드라인의 실무적 효용성 제고

자료: 금융감독원 보도자료, 한화투자증권 리서치센터

주요 개정 내용

상기 [표13] 우측에 기재된 바와 같이 첫번째 개정 내용은 ‘일반원칙 신설’이다. 각론인 사안별 지침에 앞서, ‘일반원칙’으로서 의결권 행사 및 공시 관련 정책, 의사결정 체계 및 절차 등 내부통제에 관한 모범기준을 제시하였다.

두번째 개정 내용은 ‘실무 중심 편제 개편’이다. 현행 가이드라인은 안전 상정 순서와 관계 없이 지배구조, 자본구조, 사회적 책임 등 안전 주제별로 편제되어 있어 단시간 내 많은 안전을 분석하는 데 비효율적이었다. 이에 편제방식을 기업공시서식에서 정한 주주총회 소집공고상 안전 기재순서에 따라 실무 중심으로 개편하였다.

세번째 개정 내용은 ‘법규와 권고사항, 원칙과 사례 구분 명확화’이다. 법령에서 정하고 있는 사항과 다른 판단기준을 제시하는 사항에 대해서는 관련 법령을 부기하여 판단근거를 제공하였으며, 주주가치 등 추상적 개념을 바탕으로 한 원칙적 판단기준에 대해서는 고려가능한 판단요소나 사례를 추가하였다.

네번째 개정 내용은 '사례 보완 및 현행화'이다. 2016년 6월 개정 이후 환경변화를 반영하기 위하여 국내외 주요 의결권 자문기관의 의결권 지침, 「K-ESG 가이드라인」 등을 참고하여 ESG 등 최신 사례를 추가하였으며, 특히 지배구조(G)에 대해서는 주주권 강화 및 이사회 책임과 투명성을 제고할 수 있는 사례를 다수 보강하였다. 현행 법령이나 기업관행에 부합하지 않는 내용, 중복되는 조항은 삭제하거나 통합하였다.

마지막 다섯번째 개정 내용은 '의미 명확화 및 용어 정비'이다. 기타 법령과 상이한 표현이나 의미가 모호한 표현은 명확하게 정비하였다. 예컨대, '결의에 필요한 의결권수'는 '의결정족수'로, '법정주식수'는 '발행주식수' 등으로 수정하였다.

기대 효과 금번 개정을 통해 자산운용사의 의결권 행사 실무의 효율성이 제고될 수 있을 것으로 예상하며, 자산운용사가 책임 있게 의결권을 행사함으로써 건전한 기업경영 문화를 선도하는 데 도움이 될 것으로 기대한다.

향후 계획 동 가이드라인은 즉시 시행되며 개정안 전문은 금융투자협회 홈페이지에서 확인 가능하다. 한편, 2023년 8월 발표한 의결권 행사 관련 공시제도 개선 계획에 따라 공시서식 표준화를 위한 개정 금융투자업시행세칙이 2023년 10월 20일부터 시행되므로 자산운용사는 개정 서식에 따라 '집합투자재산 영업보고서'를 보고할 수 있도록 준비할 것이 권장된다.

금융감독원은 금융투자협회 및 한국거래소와 함께 공시정보 DB 구축을 차질없이 추진하는 한편, 적극적으로 의결권을 행사하는 자산운용사가 '성실한 수탁자'로 평가받을 수 있도록 관련 제도를 지속 점검·보완해 나가겠다고 밝혔다.

II. 분석 대상

상편에서 조사 대상 안건 전체 건수는 24,757건이었고 이에 대한 의결권 행사 건수는 24,911건으로 집계되었다. 동일 안건에 대하여 보유한 지분의 일부는 행사하고 일부는 불행사하는 등의 경우 행사 건수로는 각각 집계하였기 때문이다. 자산운용사의 반대 의결권 행사 건수는 1,323건인데, 본 보고서 下편에서는 이 1,323건에 대해 의결권 행사 시 자산운용사가 근거로 제시한 반대 사유를 검토해본다.

[표14] 안건 유형별 의결권 행사 현황

유형	찬성		반대		중립		불행사		가권		총 의결권 행사 건수
	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	안건 수	총 의결권 행사 건수 대비 비율	
사내이사 선임	3,300	79.3%	147	3.5%	43	1.0%	669	16.1%	0	0%	4,159
사외이사 선임	3,073	79.9%	242	6.3%	50	1.3%	480	12.5%	0	0%	3,845
감사위원 선임	2,263	83.5%	143	5.3%	46	1.7%	257	9.5%	0	0%	2,709
감사 선임	327	62.5%	82	15.7%	2	0.4%	112	21.4%	0	0%	523
재무제표 및 배당	3,091	77.6%	82	2.1%	39	1.0%	771	19.4%	1	0.0%	3,984
경관 변경	1,984	75.1%	223	8.4%	16	0.6%	416	15.8%	2	0.1%	2,641
이사 보수 한도	2,517	74.0%	227	6.7%	34	1.0%	624	18.3%	0	0%	3,402
감사 보수 한도	1,042	67.9%	46	3.0%	8	0.5%	438	28.6%	0	0%	1,534
경관 외 사규 변경	210	60.2%	59	16.9%	1	0.3%	79	22.6%	0	0%	349
주식매수선택권 부여	365	68.6%	26	4.9%	0	0%	141	26.5%	0	0%	532
이사 해임	1	33.3%	0	0%	0	0%	2	66.7%	0	0%	3
감사 해임	0	0%	0	0%	0	0%	1	100%	0	0%	1
기타	883	71.8%	46	3.7%	13	1.1%	286	23.3%	1	0.1%	1,229
총계	19,056	76.5%	1,323	5.3%	252	1.0%	4,276	17.2%	4	0.0%	24,911

주: 동일 안건에 대해 의결권을 일부는 행사, 일부는 불행사한 경우 등으로 인하여 총 의결권 행사 건수 총계가 단순히 안건을 합산한 값보다 큼

자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 분석 결과

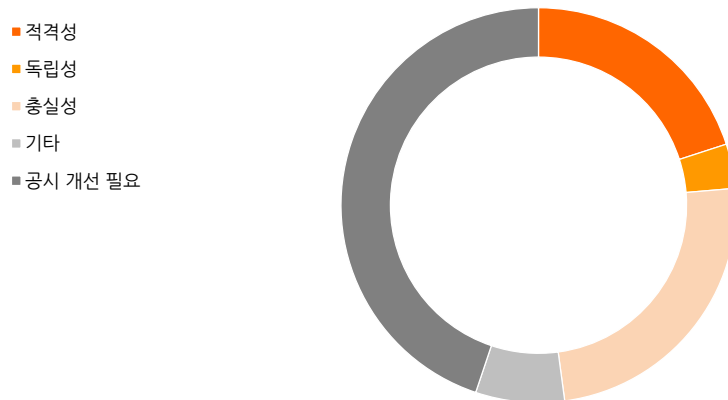
반대 사유는 다양한 형식과 내용으로 서술되어 있기 때문에 유형별로 수치화하여 분류하는 데 한계가 있어, 자주 언급된 사유를 소개하는 것을 주 목적으로 하였다.

‘이사 해임’ 안건과 ‘감사 해임’ 안건의 경우 반대 의결권이 행사된 사례가 없었기 때문에 설명에서 제외하였다.

1. 사내이사 선임

‘사내이사 선임’ 안건에 반대 의결권을 행사한 경우 그 사유가 해당 후보의 충실성과 관련된 경우가 가장 비중이 높았으며, 그 다음으로 적격성과 관련된 사유로 반대 의결권이 행사된 경우가 많았다. 충실성의 지표는 과다 겸임 여부, 참석률 등이며 적격성의 지표는 법률을 위반한 이력이 있거나 윤리성 이슈가 불거진 경우, 이전 재직 기간 중 감시 의무를 소홀히 한 이력이 있는 경우 등이다.

[그림2] ‘사내이사 선임’ 안건 반대 사유 비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표15] ‘사내이사 선임’ 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
적격성	위법 이력 또는 윤리성 이슈, 감시 의무 소홀: 감독당국에 의한 (자)회사 제재 당시 재직, 감시 의무 소홀: 위법 이력 또는 윤리성 이슈 있는 사내이사 견제 또는 감독 미흡, 기업가치 훼손 이력: 회계처리기준 위반 당시 재직 등
독립성	거래관계로 인한 독립성 훼손 우려, 이해관계로 인한 독립성 훼손 우려, 장기 재직 등
충실성	참석률 저조, 과다 겸임, 주주와의 소통 미흡 등
기타	이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대, 다른 후보가 더 적합하다고 판단, 후보 사퇴 (예정), 분할계획서 승인의 건에 반대함에 따라 분할후 신설회사 사내이사 선임 반대, 임기 미공시 등
공시 개선 필요	기업가치 훼손 이력, 기업가치 훼손 우려, 주주권의 침해 이력, 주주권의 침해 우려, 주주권의 제고 노력 미흡, 기타 불명확한 사유 등

주: ‘~이력’은 과거에 관련 사실이 이미 발생한 것을 의미, ‘~우려’는 미래에 관련 사건이 발생할 가능성이 높음을 의미

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 사외이사 선임

‘사외이사 선임’ 안건에 반대 의결권을 행사한 경우, ‘사내이사 선임’ 안건 반대 사유와 달리 독립성과 관련된 사유의 비중이 가장 높았다.

세부 사유 중에서는 거래관계 또는 이해관계에 따른 독립성 훼손 우려, 참석률 저조, 특정주주 이익 우선 시 우려 등이 비교적 높은 비중으로 나타났다.

[그림3] ‘사외이사 선임’ 안건 반대 사유 비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표16] ‘사외이사 선임’ 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
적격성	위법 이력 또는 윤리성 이슈, 퇴직공직자 취업심사 미실시 또는 미승인, 감시 의무 소홀: 근로자 사망 사건 당시 재직, 감시 의무 소홀: 감독당국에 의한 (자)회사 제재 당시 재직, 감시 의무 소홀: 위법 이력 또는 윤리성 이슈 있는 사내이사 견제 또는 감독 미흡, 감시 의무 소홀: 불완전판매 및 환매 중단 사건 당시 재직, 주주권익 침해 이력: 주주제안 무력화 안건에 찬성, 공직자 재직 중, 기타 법령상 결격사유 등
독립성	거래관계로 인한 독립성 훼손 우려, 이해관계로 인한 독립성 훼손 우려, 특정주주 이익 우선시 우려, 법률에 따른 사외이사 재직기간 상한 초과 (예정), 장기 재직, 5년 내 계열회사 임직원, 기타 독립성 훼손 우려 사유 등
참석성	참석률 저조, 과다 경임, 기존 이사회 활동 중 반대 의견 전무 등
기타	이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대, 노조 추천 이사 선임: 장기 주주가치에 기여하지 않는다고 판단, 거시경제 환경 고려 시 주주제안 후보 선임 부적절하다 판단, 후보 사퇴 (예정), 현 이사회 독립성 및 전문성 결여 근거 부족, 다른 후보가 더 적합하다고 판단, 다른 후보와 전문성 중복, 주주제안 안건에 찬성함에 따른 이사회 제안 안건 반대, 사외이사 증원: 이사회 운영 효율성 저하 우려, 정보 불충분, 근로자와 주주 간 목적 상충, 이사 보수 증가 우려 등
공시 개선 필요	기업가치 훼손 이력, 기업가치 훼손 우려, 주주권익 침해 이력, 주주권익 침해 우려, 주주권익 제고 근거 부족, 기타 불명확한 사유 등

주: ‘~이력’은 과거에 관련 사실이 이미 발생한 것을 의미, ‘~우려’는 미래에 관련 사건이 발생할 가능성이 높음을 의미

자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 감사위원 선임

‘감사위원 선임’ 안건에 반대 의결권이 행사된 경우 중 약 46%는 독립성과 관련된 사유가 반대 근거였다.

[그림4] ‘감사위원 선임’ 안건 반대 사유 비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표17] ‘감사위원 선임’ 안건 반대 사유 세부

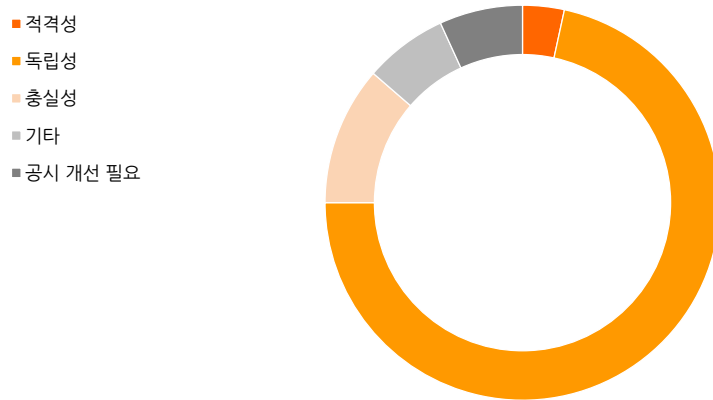
구분	세부 사유
적격성	감시 의무 소홀: 위법 이력 또는 윤리성 이슈 있는 사내이사 견제 또는 감독 노력 미흡, 감시 의무 소홀: 근로자 사망 사건 당시 재직, 퇴직공직자 취업심사 미 실시 또는 미승인, 공직자 재직 중 등
독립성	거래관계로 인한 독립성 훼손 우려, 이해관계로 인한 독립성 훼손 우려, 특정주주 이익 우선시 우려, 5년 내 계열회사 임직원, 장기 재직, 기타 독립성 훼손 우려 사유 등
충실성	참석을 저조, 과다 결임, 재직기간 중 감사용역보수 대비 비감사용역보수 과다 등
기타	이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대, 다른 후보가 더 적합하다고 판단, 정보 불충분 등
공시 개선 필요	기타 불명확한 사유 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

4. 감사 선임

‘감사 선임’ 안건 또한 ‘감사위원 선임’ 안건과 마찬가지로 반대 사유 중 후보의 독립성과 관련된 사유의 비중이 가장 높았는데, 세부 사유 중에서는 ‘장기 재직’이 압도적인 1 위였다.

[그림5] ‘감사 선임’ 안건 반대 사유 비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표18] ‘감사 선임’ 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
적격성	세무사법에 따른 결격사유 해당, 퇴직공직자 취업심사 미 실시 또는 미 승인 등
독립성	거래관계로 인한 독립성 훼손 우려, 이해관계로 인한 독립성 훼손 우려, 경영진과의 친분으로 인한 독립성 훼손 우려, 감사에게 주식매수선택권 부여: 독립성 훼손 우려, 모회사 감사 출신: 독립성 훼손 우려, 장기 재직, 지분 보유, 해당 회사 임직원 재직 이력, 기타 독립성 훼손 우려 사유 등
충실성	참석을 저조, 과다 결석, 결석으로 인한 충실한 직무 수행 어려움 우려, 책임성 및 윤리성 저조 우려, 충실한 직무 수행 어려움 우려 등
기타	이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대, 3년 내 경쟁회사 임직원, 독립성 및 전문성 부족, 장기 주주가치에 기여하지 않는다고 판단, 주주제안 안건에 찬성함에 따른 이사회 제안 안건 반대, 후보 사퇴 (예정) 등
공시 개선 필요	주주권의 제고 노력 미흡, 주주권의 침해 우려, 기타 불명확한 사유 등

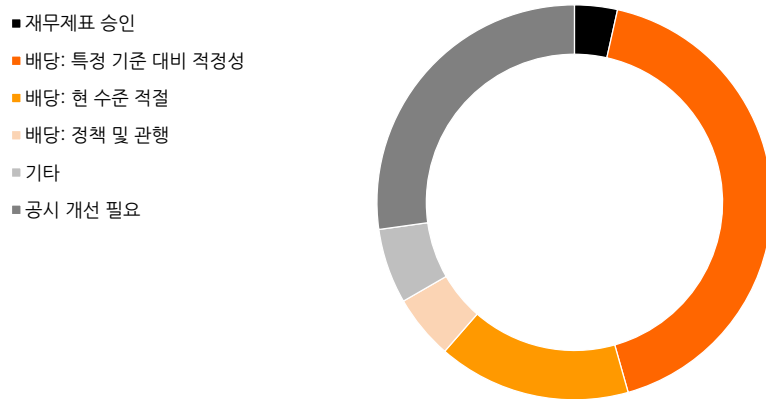
자료: 한화투자증권 리서치센터

5. 재무제표 및 배당

재무제표를 승인하는 안건에 대한 반대는 소수였으며 대부분은 배당이 과다 또는 과소하다는 이유로 반대 의결권이 행사되었다.

동종업계 대비, 재무상황 및 경영성과 대비 과소하다는 점을 사유로 들어 반대를 하는 경우가 높은 비중으로 집계되었다.

[그림6] '재무제표 및 배당' 안건 반대 사유 비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표19] '재무제표 및 배당' 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유	
재무제표 승인	경영실적의 부정확한 반영, 감사 받지 않은 재무제표, 외부감사인 감사의견 비적정, 경영성과에 대한 설명 불충분 등	
배당	특정 기준 대비 적정성	Peer 대비 과다/과소배당, 재무상황 대비 과다/과소배당, 경영성과 대비 과소배당, 보유 현금 및 미래 영업현금흐름 과다 계상, 주주제안 대비 과소배당 등
	현 수준 적절	안정적 배당정책 유지, 투자 자금 확보 필요, 현 배당성향 적절하다고 판단, (배당 증대 시) 성장 잠재력 훼손, (배당 증대 시) 현금 유동성 리스크 유발 등
	정책 및 관행	지속적으로 주주환원 저조, 배당정책 보수적, 배당정책 위배 등
기타	이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대, 정보 불충분, 주주제안 안건에 찬성함에 따른 이사회 제안 안건 반대 등	
공시 개선 필요	과다배당, 과소배당, 기타 불명확한 사유 등	

자료: 한화투자증권 리서치센터

6. 정관 변경

‘정관 변경’ 안건의 경우, 반대 의결권을 행사하는 사유가 독자적인 의미를 가진다고 보지는 않으나, 정관 변경의 내용 자체가 사유와 직결된다. 예컨대, ‘서면투표제 폐지’나 ‘적대적 M&A 및 이사 해임에 대한 초다수결의제 도입’은 그 자체로 반대 사유가 된다.

반대 의결권이 행사된 ‘정관 변경’ 안건 중 가장 높은 비중을 차지한 것은 ‘전환사채·신주인수권부사채·신주(인수권)의 발행한도·발행근거·배정대상 확대 또는 신설’이었다.

[표20] ‘정관 변경’ 안건 반대 사유 중 상위 5개

세부 사유
전환사채·신주인수권부사채·신주(인수권)의 발행한도·발행근거·배정대상 확대 또는 신설, 주주권리 회석 우려 서면투표제 폐지 또는 무력화
열거된 이사회내 위원회 외 기타 위원회 설치 근거 규정 마련, 이사회 기능 약화 우려
사내이사 자격요건 과도하게 제한
(동률) 이사 책임 감경 조항 신설 또는 감사위원 책임 감경 범위 확대, 주주총회 특별결의 요건 없거나 절차 및 요건의 구체성 저조
(동률) 증류주식 발행한도 확대 또는 발행 근거 마련, 근거 불충분 또는 주주권리 회석 우려

주: ‘주주권리 침해 우려’, ‘일괄 상장’, ‘이사회 결의만으로 의사결정 우려’와 같이 사유 내용이 불명확하거나 정관 변경의 내용보다는 절차에 초점을 둔 경우는 제외
자료: 한화투자증권 리서치센터

7. 이사 보수 한도

‘이사 보수 한도’에 반대 의결권을 행사하는 사유는 동종업계, 경영성과, 회사 또는 이사회 규모의 규모 대비 과다하다는 의견이 많았다. 또는 이사회 규모가 전년과 동일하거나 오히려 축소되었음에도 이사 보수 한도가 상향된 경우 반대 의결권이 행사되기도 했다.

[표21] ‘이사 보수 한도’ 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
특정 기준 대비 적정성	Peer 대비 보수한도 과다, 경영성과 대비 보수한도 과다, 회사 또는 이사회 규모 대비 보수한도 과다, 재무상황 대비 보수한도 과다 등
전년 대비 과도한 증가 또는 증액 근거 불충분	전년 대비 과도한 증가, 사내이사 1인당 실 지급액 증가, 이사 수 변동 없음, 이사회 규모 축소, 보수한도 인상의 근거 취약 등
경영성과 미연동	경영성과 미연동, 업황 악화 예상 등
보수 수령자의 충실성	참석을 저조, 충실한 직무 수행 어려움 우려 등
과다 지급 근거 제도화	임원 퇴직금 지급규정 별도 존재, 실 지급액 대비 보수한도 과다, 퇴직금 과다 지급 우려 등
기타	보수한도 중 실 지급액 대부분이 대주주·특수관계자회장 등 특정인에게 집중, 실 지급률 과다 등
공시 개선 필요	보수한도 과다, 주주권리 제고 노력 미흡, 주주권리 침해 우려, 기타 불명확한 사유 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

8. 감사 보수 한도

‘감사 보수 한도’ 안건의 경우, (보수 한도가 과다하거나 과소하여) 해당 후보가 감사로서 충실하고 독립적인 직무 수행을 하는 데 어려움이 우려된다는 것이 최빈 사유로 나타났다.

[표22] ‘감사 보수 한도’ 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
특정 기준 대비 적정성	Peer 대비 보수한도 과다, 경영성과 대비 보수한도 과다, 재무상황 대비 보수한도 과다, 직무 수행 역량 대비 보수 낮음 등
전년 대비 과도한 증가 또는 증액 근거 불충분	전년 대비 과도한 증가 등
충실하고 독립적인 감사 직무 수행에 불충분	충실한 직무 수행 어려움 우려, 책임감과 독립성 확보 우려 등
보수 수령자의 충실성	감사 역할 수행 실적 대비 보수한도 과다 등
보수 수령자의 적격성	퇴직공직자 취업심사 미실시 또는 미승인, 세무사법에 따른 결격사유 해당 등
기타	실 지급액 대비 보수한도 과다, 실 지급액 없음, 이사 보수한도 및 실 지급액 대비 보수한도 과소, 주주제안 안건에 찬성함에 따른 이사회 제안 안건 반대, 이사회 제안 안건에 찬성함에 따른 주주제안 안건 반대 등
공시 개선 필요	주주권의 제고 노력 미흡 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

9. 정관 외 사규 변경

‘정관 외 사규 변경’ 안건은 대부분 임원 퇴직금 지급규정을 개정하는 안건이다. 반대 사유를 ‘퇴직금 과다 지급 우려’와 같이 모호하게 기재한 경우가 많았는데, ‘공로금 또는 위로금 조항으로 인해 퇴직금 과다 지급이 우려’된다고 공시한 사례가 구체성 측면에서 더 바람직하다고 볼 수 있다.

[표23] ‘정관 외 사규 변경’ 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
경영성과, 재무상황, 퇴직사유 등 고려 시 과다	경영성과 대비 보수한도 과다, 경영성과 미연동, 경영실적·재무상황·퇴직사유 등 고려 시 과다 등
예외 규정 적용	공로금 또는 위로금 조항: 퇴직금 과다 지급 우려, 퇴직금 지급규정 예외 조항: 퇴직금 과다 지급 우려, 기존 사규가 아닌 별도 약정 적용 등
기타	최고경영자 혹은 사내이사가 아닌 사외이사의 경우 퇴직 혜택을 부여하는 제안에 반대, 비용 상승, 실 지급액 대비 보수한도 과다, 정보 불충분, 주주총회 결의사항을 이사회 결의사항으로 변경 등
공시 개선 필요	퇴직금 과다 지급 우려, 보수 과다 지급 우려, 주주권의 침해 우려 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

10. 주식매수선택권 부여

‘주식매수선택권 부여’ 안건에 대하여 반대 의결권이 행사된 경우 그 사유의 과반수는 주식매수선택권이 (장기) 경영성과에 연계되지 않는다는 것이었다. 사외이사 및 감사에게 주식매수선택권을 부여하는 것은 사외이사 및 감사의 독립성을 훼손하기 때문에 그 자체로 반대를 하는 경우도 있었다.

[표24] ‘주식매수선택권 부여’ 안건 반대 사유 세부

구분	세부 사유
경영성과 미연동	(장기) 경영성과 미연동, 시장요인 미배제, 결손 상태 등
사외이사 및 감사의 독립성 훼손 우려	사외이사 또는 감사에게 주식매수선택권 부여: 독립성 훼손 우려, 사외이사에게 주가와 연계된 보상을 부여 등
기타	발행규모 과도, 정보 불충분, 기재직 중인 임직원에 부여: 신규 인력 유치 목적 미부합 등

자료: 한화투자증권 리서치센터

11. 기타

‘기타’ 안건 또한 ‘정관 변경’ 안건과 마찬가지로 안건의 내용 자체가 사유와 직결되는데다, 다른 안건 유형 대비 사유가 매우 분산되어 있어 사유 간 비중의 차이가 유의하게 나타나지 않았기에, ‘기타’ 안건의 경우 상위 사유를 나열하는 것이 아니라 예시를 제시하는 것으로 같음하겠다.

[표25] ‘기타’ 안건 반대 사유 예시

세부 사유
사외이사 증원 시 이사회 효율성 저하 우려
주식매수청구권 획득을 위한 반대
차입 및 사채 발행 권한 이사회 위임 시 주주권익 침해 우려
주주총회 보통결의로 자기주식 소각: 상법 위반
투자 자금 확보가 필요하고 현 배당성향이 적절하다 판단하므로 자기주식 취득에 반대

주: 빈도로 순위를 정하는 것이 유의하지 않을 정도로 분산되어 있어 예시 기재로 대체

자료: 한화투자증권 리서치센터

IV. (Case Study) 반대율이 높았던 주주제안

1. 케이티앤지

주주총회 개최 전부터
치열했던 대결

행동주의 펀드 안다자산운용은 2023년 3월 28일 케이티앤지 정기주주총회 개최에 앞서 3월 16일에 제6호 안건 '사외이사 현원 증원 여부 결정의 건' 및 제7호 안건 '사외이사 2명 선임의 건'을 의안으로 상정하여서는 안 된다는 의안상정금지가처분 소송을 제기하였다.

안다자산운용이 지난 2월에 케이티앤지 정기주주총회 안건으로 '사외이사 현원 증원의 건' 등을 주주제안했는데, 회사 측이 이에 대한 대응으로 '사외이사 현원 유지의 건'을 상정하자, 케이티앤지가 주주제안 권리를 침해했다는 것을 사유로 들어 의안상정금지가처분을 신청한 것이다.

안다자산운용은 앞서 1월에 사외이사 후보를 주주제안한 바 있다. 안다자산운용은 6호와 7호를 논의하지 않고 사외이사 4명을 총원해야 한다는 입장인데, 일각에선 자신들이 추천한 후보가 선임될 확률을 높이기 위해서라는 분석도 나왔다.

대전지방법원은 3월 24일에 안다자산운용의 의안상정금지가처분 신청을 기각하였다. 이로써 제6호 '사외이사 현원 증원 여부 결정의 건'은 제6-1호 '사외이사 현원 6명 유지의 건'(이사회 제안)과 제6-2호 '사외이사를 8명으로 증원하는 건'(주주제안)으로 나뉘어 표 대결을 펼치게 되었다.

양적으로나 질적으로나
다채로운 주주제안

행동주의 펀드는 사외이사 증원 뿐 아니라 배당, 정관 변경, 자기주식 소각·취득 등 다양한 안건을 주주제안으로 상정하였다.

안다자산운용은 현금배당 주당 7,867원을 제안하고, 사외이사를 8명으로 증원할 것과, 사외이사 후보 3명 및 감사위원 후보 2명을 추천하였다.

플래쉬라이트캐피탈파트너스(FCP)는 현금배당 주당 10,000원을 제안하고, 정관 변경, 자기주식 소각 및 취득, 사외이사 및 감사위원 후보 추천 등 다수의 안건을 상정하였다.

사측 제안 안건으로 가결,
케이티앤지의 완승

2023년 3월 28일 대전에서 개최된 케이티앤지 정기주주총회는, 안다자산운용과 플래쉬라이트캐피탈파트너스(FCP)가 제안한 안건이 대부분 부결되고 케이티앤지 이사회 제안이 원안대로 통과되었다.

안다자산운용과 FCP는 케이티앤지의 주가 상승을 위해 배당을 확대해야 한다고 주장하며 각각 주당 7,867원, 1만원의 배당을 제안하였고, 케이티앤지 이사회는 주당 5,000원의 현금배당을 제안하였는데 이사회 안이 통과되었다.

사외이사를 현원 6명에서 8명으로 증원하고자 했던 안다자산운용의 주주제안 안건도 부결되었다.

FCP가 제안한 정관 변경안 제3-2호 '자기주식소각 결정 권한 추가의 건'도 부결되었으며 이에 따라 제4호 '자기주식 소각의 건'은 자동 폐기되었다. FCP의 또 다른 제안인 제5호 '자기주식 취득의 건' 또한 가결되지 못하였다.

사외이사 선임에 있어서도 안다자산운용과 FCP가 제안한 후보가 아닌 케이티앤지 이사회가 추천한 김명철, 고윤성 후보가 선임되었다. 이 두 후보는 감사위원으로도 선임되었다.

FCP가 제안한 정관 변경 안건 중 제3-3호 '분기배당 신설의 건'과 제3-4호 '부칙' 안건은 가결되긴 하였지만 이 안건은 케이티앤지 이사회가 상정한 안건과 동일한 안건이었던 것으로 파악되었다.

[표26] 케이티앤지 2023 정기주주총회 의결사항

안건	반대 자산운용사 수 (의결권 행사 자산운용사 수: 14개)	비고
제1호: 재무제표(이익잉여금처분계산서 제외) 승인의 건		
제2호: 이익배당 및 이익잉여금처분계산서 승인의 건 제2-1호: 현금배당 주당 5,000원 (KT&G 이사회 안) 제2-2호: 현금배당 주당 7,867원 (주주제안_안다ESG일반사모투자신탁 제1호 등) 제2-3호: 현금배당 주당 10,000원 (주주제안_Agnes 등)	7 7	'제2-1호', '제2-2호' 및 '제2-3호' 의안은 일괄표결 후 보통결의요건 충족 의안이 복수일 경우 다득표 의안이 가결된 것으로 함
제3호: 정관 일부 변경의 건 제3-1호: 평가보상위원회 관련 규정 개정 및 신설의 건 (주주제안_Agnes 등) 제3-2호: 자기주식소각 결정 권한 추가의 건 (주주제안_Agnes 등) 제3-3호: 분기배당 신설의 건 (주주제안_Agnes 등) 제3-4호: 부칙 (주주제안_Agnes 등)	4 8 0 0	'제3-1호' 내지 '제3-3호' 의안이 부결될 경우 '제3-4호' 의안 자동 폐기
제4호: 자기주식 소각의 건(주주제안_Agnes 등)	8	'제3-2호' 의안이 부결될 경우 자동 폐기
제5호: 자기주식 취득의 건(주주제안_Agnes 등)	12	
제6호: 사외이사 현원 증원 여부 결정의 건 제6-1호: 사외이사 현원 6명 유지의 건 (KT&G 이사회 안) 제6-2호: 사외이사를 8명으로 증원하는 건(주주제안_안다ESG일반사모투자신탁 제1호 등)	7	'제6-1호' 및 '제6-2호' 의안은 일괄표결 후 보통결의요건 충족 의안이 복수일 경우 다득표 의안이 가결된 것으로 함
제7호: 사외이사 2명 선임의 건 ('제6-1호'안이 가결될 경우) (집중투표) 제7-1호: 사외이사 김명철 선임의 건 (KT&G 이사회 안) 제7-2호: 사외이사 고윤성 선임의 건 (KT&G 이사회 안) 제7-3호: 사외이사 이수형 선임의 건 (주주제안_안다ESG일반사모투자신탁 제1호 등) 제7-4호: 사외이사 김도린 선임의 건 (주주제안_안다ESG일반사모투자신탁 제1호 등) 제7-5호: 사외이사 박재환 선임의 건 (주주제안_안다ESG일반사모투자신탁 제1호 등) 제7-6호: 사외이사 차석용 선임의 건 (주주제안_Agnes 등) 제7-7호: 사외이사 황우진 선임의 건 (주주제안_Agnes 등)	4 4 3 3 4	
제8호: 사외이사 4명 선임의 건 ('제6-2호'안이 가결될 경우) (집중투표) 제8-1호: 사외이사 김명철 선임의 건 (KT&G 이사회 안) 제8-2호: 사외이사 고윤성 선임의 건 (KT&G 이사회 안) 제8-3호: 사외이사 임일순 선임의 건 (KT&G 이사회 안) 제8-4호: 사외이사 이수형 선임의 건 (주주제안_안다ESG일반사모투자신탁 제1호 등) 제8-5호: 사외이사 김도린 선임의 건 (주주제안_안다ESG일반사모투자신탁 제1호 등) 제8-6호: 사외이사 박재환 선임의 건 (주주제안_안다ESG일반사모투자신탁 제1호 등) 제8-7호: 사외이사 차석용 선임의 건 (주주제안_Agnes 등) 제8-8호: 사외이사 황우진 선임의 건 (주주제안_Agnes 등)	4 4 3 3 3	
제9호: 감사위원회 위원 선임의 건 제9-1호: 감사위원회 위원 김명철 선임의 건 (KT&G 이사회 안) 제9-2호: 감사위원회 위원 고윤성 선임의 건 (KT&G 이사회 안) 제9-3호: 감사위원회 위원 이수형 선임의 건 (주주제안_안다ESG일반사모투자신탁 제1호 등) 제9-4호: 감사위원회 위원 김도린 선임의 건 (주주제안_안다ESG일반사모투자신탁 제1호 등) 제9-5호: 감사위원회 위원 차석용 선임의 건 (주주제안_Agnes 등) 제9-6호: 감사위원회 위원 황우진 선임의 건 (주주제안_Agnes 등)	5 5 4 4	감사위원회 위원 후보 중 '제7호' 내지 '제8호' 의안에서 사외이사로 선임되지 않은 후보자에 관한 의안은 자동폐기
제10호: 이사 보수한도 승인의 건		

주: 반대 자산운용사 수는 주주제안 안건에 한하여 기재함

자료: 케이티앤지 주주총회소집공고, 한화투자증권 리서치센터

안다자산운용과 FCP 케이티앤지의 2023년 정기주주총회를 뜨겁게 달군 행동주의 투자자인 안다자산운용과 플래쉬라이트캐피탈파트너스(FCP)의 주요 현황은 [표27]과 같다.

[표27] 안다자산운용, 플래쉬라이트캐피탈파트너스 주요 현황

	안다자산운용	플래쉬라이트캐피탈파트너스
설립	2011.8	2020.6
대표이사	박형순, 박의현, 다니엘 페레즈	이상현(前 칼라일그룹 한국 대표)
AUM	9,964억원 (2023.10)	N/A
투자 전략	ESG 요인으로 저평가되어 있는 기업에 대하여 지배구조 개선 등을 통하여 숨은 Value를 Unlock	G(거버넌스)로부터 시작하는 ESG, 경영진과 주주의 이해관계 일치를 통해 ESG 열등생의 장기적 기업가치 창출

자료: 금융투자협회, 각사 홈페이지, 한화투자증권 리서치센터

FCP의 최근 주주활동 FCP는 2023년 10월, 케이티앤지를 상대로 회계장부 및 서류 등의 열람 등사를 청구하는 가처분 소송을 제기하였다.

FCP는 그간 릴(궐련형 전자담배) 관련 사업을 글로벌 시장에 자력으로 진출할 것을 제안해왔으나 케이티앤지는 이를 받아들이지 않고 지난 1월 필립모리스(PMI)의 릴 해외 판매 계약을 기존 3년에서 15년으로 연장하였다. 해당 계약의 주요 조건에 대해서는 "PMI의 비밀 약정 조항 때문에 밝힐 수 없다"며 함구했다. 이상현 FCP 대표는 "현대차가 전기차 해외 판매를 15년 간 도요타에 맡기는 격의 계약"이라며 "이 계약이 회사와 주주에게 도움이 되는 정상적 계약인지, 어떤 리스크를 지고 있는지 알려진 바가 없다"고 지적했다.

뿐만 아니라 케이티앤지는 지난 2020년까지 주요 해외 진출국의 담배 수출 평균판매단가(ASP)를 공개했으나 2021년부터는 비공개에 부쳤다.

덧붙여, FCP는 지난해 4분기 케이티앤지가 컨설팅 수수료로 지출한 1,900만달러(약 258억원)에 대해서도 정보 공개를 요구하였다.

(마켓인사이트, 더구루)

2. 에스엠

2022년 정기주주총회
얼라인파트너스 주주제안
가결

에스엠에 대한 주주행동주의는 2022년 정기주주총회를 언급하지 않고 논의를 전개할 수 없다. 행동주의 펀드 얼라인파트너스는 에스엠이 취약한 거버넌스로 인해 주식시장에서 저평가되고 있다고 지적하며 2022년 2월, 곽준호 KCF테크놀로지스 전 CFO를 감사 후보로 추천하였다. 2022년 3월 31일 정기주주총회 당일, 회사가 추천한 임기영 후보가 사퇴함에 따라 곽준호 후보에 대해서만 표결이 이루어졌고, 결과적으로 얼라인파트너스가 추천한 곽 후보가 에스엠의 감사로 신규 선임되었다.

얼라인파트너스는 창업주이자 최대주주인 이수만 전 총괄 프로듀서가 설립한 연예기획사 라이크기획과의 거래로 인해 에스엠의 기업가치가 훼손되었다는 점을 사유로 들어

곽 후보 선임의 필요성을 강조하였다. 라이크기획은 1995년 설립돼 이 전 프로듀서가 지분 100%를 보유한 개인 회사인데, 2000년 에스엠 상장 이후부터 19년 동안 인세 965억원을 받았다.

얼라인 측은 "최대주주(이수만 전 프로듀서)의 친척, 고등학교 동창, 장기근속 사내 인사로 구성된 에스엠 이사회는 주주들의 오랜 요구에도 이러한 문제에 대해 자체 검증하고 합리적 대안을 마련하는 데 실패했다"며 "감사 한 명이라도 최대주주로부터 독립적인, 주주가 제안한 인사를 반드시 선임해 에스엠 이사회가 최대주주만이 아닌 회사와 주주 전체를 위해 일하도록 최소한의 감시와 견제를 해야 한다"고 주장해 주주들의 높은 지지를 얻었다.

(아시아타임즈)

에스엠 인수전:
카카오 vs 하이브

에스엠 인수전에 관해서는 참고할 수 있는 자료가 많기 때문에 본 보고서에서는 간략한 경과만 설명하고자 한다. 2019년 6월, KB자산운용은 라이크기획과 에스엠 간 계약(영업 이익이 아닌 매출액의 6% 지급)에 대해 설명을 요구하는 한편 라이크기획과의 합병을 요구하는 주주서한을 보냈다. 에스엠은 이를 거절하고 2020년과 2021년에도 라이크기획에 지속적으로 대금을 지급하였다.

2022년 3월 정기주주총회에서는 앞서 언급한 바와 같이 얼라인파트너스가 승기를 쥐게 되며, 이 때부터 이수만 전 프로듀서는 지분 매각을 서둘렀을 것으로 보인다.

2023년 2월 7일, 카카오는 제3자 유상증자와 전환사채 인수를 통해 에스엠의 지분 9.05%를 확보함으로써 에스엠의 2대주주 자리에 올랐다. 이 전 프로듀서는 법무법인 화우를 통해 "경영권 분쟁이 진행 중인 상황에서 공동대표이사들이 주도하는 에스엠의 이사회가 제3자에게 신주와 전환사채를 발행하는 것은 명백히 상법과 정관에 위반되는 위법한 행위"라며 가처분 신청을 제기했다.

연이어 2월 10일, 하이브가 이 전 프로듀서가 보유한 18% 지분 중 14.8%를 사들이며 최대주주가 되었고 이 전 프로듀서의 지분은 3.6%로 줄었다. 하이브는 12만원에 공개 매수를 선언하였으나 주가가 12만원을 초과하게 되어 소량의 지분 확보에 그쳤다. 카카오는 3월 7일에 무려 15만원에 공개매수를 공표하였고 하이브는 추가 지분 인수를 포기하게 되었다. 3월 28일, 카카오와 그 계열사 카카오엔터테인먼트는 공동으로 에스엠의 지분 39.87%를 보유한 대주주가 됐다.

(뉴스원코리아)

2023년
에스엠 3.0 첫 주주총회

2023년 3월 31일 개최된 에스엠의 2023년 정기주주총회는 에스엠 인수전 종료 후 열린 첫 주주총회로 세간의 관심이 집중되었다. 이수만 전 총괄 프로듀서와 하이브 측에서 사내이사, 사외이사, 비상근감사 선임을 제안했었으나, 후보자들의 취임 의사 철회에 따라 이 날 주주총회에서는 논의되지 않았고, 회사 측이 추천한 이사진이 모두 선임되었다. 이창환 얼라인파트너스 대표도 기타비상무이사로 선임되었다.

정관 변경 안건 중에서도 이사회가 제안한 것과 주주가 제안한 것이 양립 불가능한 안건이 있었으나 모두 이사회 제안이 가결되었다.

시세조종 의혹으로
카카오 금융감독원 조사

에스엠의 신규 경영진에 따르면, 인수전이 일단락되고 이수만 전 총괄 프로듀서가 물러난 후의 새로운 경영 시대를 ‘에스엠 3.0’로 지칭하고 있다.

카카오는 지난 2월 하이브의 에스엠 주식 공개매수를 방해할 목적으로 2,400여 억 원을 투입해 에스엠 주가를 하이브의 공개매수 가격 이상으로 끌어올린 혐의를 받는다. 2023년 10월, 김범수 카카오 창업자 겸 전 미래이니셔티브센터장은 이 시세조종 의혹과 관련하여 금융감독원의 조사를 받았다.

당시 하이브는 이수만 에스엠 전 총괄 프로듀서의 지분 14.8%를 샀으며, 2월 10일에는 “주당 12만원에 일반주주들의 주식을 공개매수하겠다”고 선언했다. 그러나 같은 달 28일 돌연 정체를 알 수 없는 ‘기타법인’이 에스엠 주식을 108만주나 사들였고, 하이브는 즉시 금융감독원에 비정상적 주식 매입을 조사해달라는 진정서를 냈다. 이날 에스엠 종가는 공개매수 가격보다 높은 12만 7,600원이었다.

하이브는 결국 에스엠 주식 공개매수에 실패했고, 그 후 카카오가 공개매수에 나섰다. 3월 7일 카카오는 에스엠 주식을 15만원에 공개매수하겠다고 선언했으며 같은 달 28일 계열사 카카오엔터테인먼트와 함께 지분 39.87%를 보유한 대주주가 됐다.

금융감독원이 김 전 센터장 등에게 적용한 혐의는 자본시장법 제176조 위반이다. 이 조항은 상장증권의 매매를 유인할 목적으로 매매가 성황을 이루는 것처럼 착각을 주거나 시세를 변동시키는 매매 행위, 상장증권 시세를 고정시키거나 안정시킬 목적의 일련의 매매 행위 등을 금지한다.

앞서 10월 13일, 금융감독원은 에스엠 시세조종 관여 의혹이 제기된 배재현 카카오 투자총괄대표 등 3명에 대해 자본시장법 위반 혐의로 서울남부지방검찰청에 구속영장을 신청했다. 그가 2,400여 억 원을 투입해 에스엠 주가를 의도적으로 끌어올렸다는 게 금감원의 시각이다. 이에 더해 배 대표는 주식 대량보유 보고를 하지 않은 혐의도 받는다. 자본시장법에 따르면 본인이나 특수관계자가 보유하는 주식의 합계가 발행주식 등의 5% 이상이 되면 그 사실을 5영업일 안에 금융위원회 등에 보고할 의무가 있다.

(조선비즈, 연합뉴스)

[표28] 에스엠 2023 정기주주총회 의결사항

안건	반대 자산운용사 수 (의결권 행사 자산운용사 수: 20개)	비고
제1호 의안: 제28기 재무제표 및 이익배당 승인의 건 - 재무상태표, 손익계산서 및 이익잉여금처분계산서(안) 등 (* 배당금: 1주당 1,200원)		
제2호 의안: 정관 일부 변경의 건		
제2-1호 의안: 규정 정비를 위한 정관 일부 변경의 건(이사회 제안)		
제2-2호 의안: 정관 제24조의2 신설의 건(이사회 제안 및 이수만 주주제안)	0	
제2-3호 의안: 정관 제30조 제5항 신설의 건(이사회 제안 및 이수만 주주제안)	0	
제2-4호 의안: 정관 제34조의2 변경의 건(이사회 제안 및 이수만 주주제안)	0	
제2-5호 의안: 정관 제38조 변경의 건		
제2-5-1호 의안: 대표이사와 이사회 의장의 분리, 이사회 소집 절차 및 이사회 구성 원칙(이사회 제안)		
제2-5-2호 의안: 대표이사와 이사회 의장의 분리, 이사회 소집 절차 및 이사회 구성 원칙(이수만 주주제안)	8	제2-5-1호 의안과 제2-5-2호 의안은 택일적이고 양립 불가능하므로(두 의안 중 하나만 찬성 가능), 두 의안 중 하나가 가결되는 경우 나머지는 자동으로 폐기
제2-6호 의안: 정관 제38조의2 신설의 건		
제2-6-1호 의안: 이사회 내 위원회의 신설 및 구성(이사회 제안)		
제2-6-2호 의안: 이사회 내 위원회의 신설 및 구성(이수만 주주제안)	8	제2-6-1호 의안과 제2-6-2호 의안은 택일적이고 양립 불가능하므로(두 의안 중 하나만 찬성 가능), 두 의안 중 하나가 가결되는 경우 나머지는 자동으로 폐기
제2-7호 의안: 정관 제38조의3 신설의 건(이사회 제안 및 주주제안)	0	
제3호 의안: 사내이사 선임의 건		
제3-1호 의안: 사내이사 장철혁 선임의 건(이사회 추천)		
제3-2호 의안: 사내이사 김지원 선임의 건(이사회 추천)		
제3-3호 의안: 사내이사 최정민 선임의 건(이사회 추천)		
제3-4호 의안: 사내이사 이재상 선임의 건(이수만 주주제안)	5	후보자의 취임의사 철회에 따라 안건 미상정 예정
제3-5호 의안: 사내이사 정진수 선임의 건(이수만 주주제안)	5	후보자의 취임의사 철회에 따라 안건 미상정 예정
제3-6호 의안: 사내이사 이진화 선임의 건(이수만 주주제안)	5	후보자의 취임의사 철회에 따라 안건 미상정 예정
제4호 의안: 사외이사 선임의 건		
제4-1호 의안: 사외이사 김규식 선임의 건(이사회 추천)		
제4-2호 의안: 사외이사 김태희 선임의 건(이사회 추천)		
제4-3호 의안: 사외이사 문경빈 선임의 건(이사회 추천)		
제4-4호 의안: 사외이사 민경환 선임의 건(이사회 추천)		
제4-5호 의안: 사외이사 이승민 선임의 건(이사회 추천)		
제4-6호 의안: 사외이사 조성문 선임의 건(이사회 추천)		
제4-7호 의안: 사외이사 강남규 선임의 건(이수만 주주제안)	5	후보자의 취임의사 철회에 따라 안건 미상정 예정
제4-8호 의안: 사외이사 홍순만 선임의 건(이수만 주주제안)	5	후보자의 취임의사 철회에 따라 안건 미상정 예정
제4-9호 의안: 사외이사 임대웅 선임의 건(이수만 주주제안)	5	후보자의 취임의사 철회에 따라 안건 미상정 예정
제5호 의안: 기타비상무이사 선임의 건		
제5-1호 의안: 기타비상무이사 이창환 선임의 건(이사회 추천)		
제5-2호 의안: 기타비상무이사 장윤중 선임의 건(이사회 추천)		
제5-3호 의안: 기타비상무이사 박병무 선임의 건(이수만 주주제안)	5	후보자의 취임의사 철회에 따라 안건 미상정 예정
제6호 의안: 비상근 감사 최규담 선임의 건(이수만 주주제안)	5	후보자의 취임의사 철회에 따라 안건 미상정 예정
제7호 의안: 이사 보수한도 승인의 건(60억원)		
제8호 의안: 감사 보수한도 승인의 건(2억원)		

주: 반대 자산운용사 수는 주주제안 안건에 한하여 기재함, '정관 변경' 안건에 대한 반대를 불명확하게 공시한 자산운용사가 있어 해당 건은 미포함

자료: 에스엠 주주총회소집공고, 한화투자증권 리서치센터

앞서 언급한 바와 같이 얼라인파트너스는 2022년에 에스엠에 감사를 추천하여 선임을 가결시켰다. 뿐만 아니라 2023년에는 이창환 대표이사가 기타비상무이사로 선임되면서, 에스엠의 경영에 적극적으로 관여하고 있다. 얼라인파트너스의 주요 현황은 다음 [표 29]를 참고 바란다.

[표29] 얼라인파트너스 주요 현황

얼라인파트너스	
설립	2021.1
대표이사	이창환
AUM	3,516억원
투자 전략	고도의 기술적 전문성 없이도 이해할 수 있는 섹터들을 중심으로 대중의 관심과 리서치 커버리지가 부족한 기업, 내재가치와 무관한 이유로 시장에서 소외된 기업에 집중, 역발상 투자 전략

자료: 금융투자협회, 얼라인파트너스 홈페이지, 한화투자증권 리서치센터

3. KB 금융

KB금융지주는 2023년 3월 24일 국민은행 여의도 본점에서 정기주주총회를 개최하였다. 이 주주총회에서는 김성용 성균관대 법학전문대학원 교수, 여정성 서울대 소비자학과 교수, 조화준 메르세데스벤츠파이낸셜서비스코리아 상근감사 등 3명의 사외이사가 신규 선임됐고 김경호, 권선주, 오규택 등 3명의 기존 사외이사가 재선임되었다.

노조 측이 제안했던 제9호 '임경중 사외이사 후보 선임의 건' 안건은 부결되었다. KB금융 노조는 지난 2월 9일 임경중 전 수은인니금융(PT KOEXIM MANDIRI FINANCE) 대표이사를 신규 사외이사 후보로 추천하는 주주제안서 및 위임장을 KB금융 이사회 사무국에 제출했다. KB금융 노조에서는 임 후보가 인도네시아 현지 근무 경력 등 해외사업과 리스크 관리 분야에 전문성을 쌓아온 만큼 KB금융의 해외사업 부문 취약점을 보완할 수 있는 인물이라며 추천했다.

다만 이번에도 부결되면서 KB금융 노조의 6번째 사외이사 추천 시도는 수포로 돌아갔다. KB금융 노조는 지난 2017년부터 주주제안을 통한 사외이사 후보 추천에 나섰지만 후보 자진철회, 부결 등으로 매년 최종 가결이 되지 못했다.

KB금융 노조가 제안한 제8호 안건인 '최근 5년 이내에 청와대, 행정부, 사법부, 국회, 정당 등에서 상시 종사한 기간을 합산하여 1년 이상인 자는 최종 퇴직일로부터 3년 동안 대표이사로 선임할 수 없다'는 안건도 부결됐다. KB금융 노조는 관치금융, 낙하산 인사 등을 방지하기 위한 취지로 이를 제안했다.

주주총회에 참석한 한 주주는 "노조 측의 제안에 대해 심적으로 공감하지만 (대표이사의 자격요건에 관한) 정관 변경을 한다고 관치 금융이 사라질지, 외풍으로부터 자유로울 수 있을지는 의문"이라며 "오히려 자승자박이 될 수 있다는 우려가 있다"며 반대 의견을 밝혔다.

(뉴스웨이)

[표30] KB 금융 2023 정기주주총회 의결사항

안건	반대 자산운용사 수 (의결권 행사 자산운용사 수: 18개)	비고
제1호 의안: 2022 회계연도(2022.1.1 ~ 2022.12.31) 재무제표(연결재무제표 포함) 및 이익배당(안) 승인의 건		
제2호 의안: 정관 변경의 건		
제3호 의안: 이사 선임의 건(사외이사 5명 선임) 제3-1호 의안: 사외이사 후보 권선주 제3-2호 의안: 사외이사 후보 조화준 제3-3호 의안: 사외이사 후보 오규택 제3-4호 의안: 사외이사 후보 여정성 제3-5호 의안: 사외이사 후보 김성용		
제4호 의안: 감사위원회 위원이 되는 사외이사 선임의 건 - 감사위원회 위원이 되는 사외이사 후보 김경호		
제5호 의안: 사외이사인 감사위원회 위원 선임의 건 제5-1호 의안: 사외이사인 감사위원회 위원 후보 권선주 제5-2호 의안: 사외이사인 감사위원회 위원 후보 조화준 제5-3호 의안: 사외이사인 감사위원회 위원 후보 김성용		
제6호 의안: 이사퇴직금규정 제정 승인의 건		
제7호 의안: 이사 보수한도 승인의 건		
제8호 의안: 정관 일부 개정의 건(전국금융산업노동조합 KB국민은행지부 등에 의한 주주제안) - 정관 제40조 일부 개정의 건	15	최근 5년 이내에 청와대, 행정부, 사법부, 국회, 정당 등에서 상시 총사한 기간을 합산하여 1년 이상인 자는 최종 퇴직일로부터 3년 동안 대표이사로 선임할 수 없다는 문구 추가
제9호 의안: 사외이사 선임의 건(전국금융산업노동조합 KB국민은행지부 등에 의한 주주제안) - 사외이사 후보 임경중	11	

주: 반대 자산운용사 수는 주주제안 안건에 한하여 기재함

자료: KB금융 주주총회소집공고, 한화투자증권 리서치센터

V. 마무리하며

합리적인 근거에 따라, 주주 전체의 이익을 위하여 반대 의결권을 행사하는 것은 스톡 어드십 코드의 취지를 적절히 추구하는 것이라 볼 수 있다.

반대 의결권 행사 외에 자산운용사, 연기금 등 기관투자자가 활용할 수 있는 주주행동 주의 실천 방안으로는 경영진과의 비공식 미팅 요청, 보유목적 상향(예: 단순투자 → 일반투자), 주주 서한 발송, 피투자회사 실무진과의 접촉 시도, 주주 캠페인 주도, 정보 공개 요구(예: 회계장부, 이사회 의사록, 주주명부 등에 대한 열람·등사 청구) 등이 있다.

거버넌스 이슈가 심각하고 개선이 시급한 경우 주주제안, 대표소송, 의안 상정 가처분 신청, 주주총회 소집 청구, 이사 행위 유지 청구, 주식매수청구권, 업무검사권 등 법률에 보장된 주주권리를 행사하는 것도 고려해 볼 수 있다. (극단적인 경우이긴 하지만) 위법 행위가 사실상 명백한 경우 검찰 고발도 가능하다.

감독당국 및 유관기관에 의해 의결권 행사 가이드라인이 전면 개정되고 공시 서식 또한 정비되었으며, 공시 정보 체계화도 진행 중이다. 감독당국이 제시하는 원칙을 추구하고, 공시 서식과 규정을 충실히 준수하되, 기계적이거나 전편일률적인 의결권 행사는 지양하여야 할 것이다. 예컨대, 의결권 행사 가이드라인의 문구를 표면적으로 해석 시 반대를 해야 하는 상황이라도 다른 외부 요인을 고려하여 유연하게 대응할 수 있어야 하며, 각 자산운용사의 고유한 투자철학을 견지하는 자세도 필요하다.



VI.

붙임

1. 플래쉬라이트캐피탈파트너스의 케이티앤지 2023 정기주주총회 전 주주서한
2. 얼라인파트너스자산운용의 에스엠 2022 정기주주총회 전 주주서한
3. 조사 및 분석의 한계

붙임 1. 플래쉬라이트캐피탈파트너스의 케이티앤지 2023 정기주주총회 전 주주서한

2023년 3월 16일

존경하는 주주 여러분들께,

2023년 3월 28일 개최 예정인 주식회사 케이티앤지(이하 "KT&G")의 제36기 정기주주총회와 관련하여 서한을 보내 드립니다.

플래쉬라이트캐피탈파트너스(이하 "FCP")는 KT&G의 주주인 Agnes를 관리하는 자산운용사입니다. Agnes는 이번 주주총회에 KT&G를 "주인 있는 회사"로 만들기 위한 10가지의 안건을 제안했습니다.

Agnes가 제안한 안건과 주주총회 의안 번호는 아래와 같습니다.

제 36기 정기주주총회 안건			FCP 10 가지 제안
제 2 호:	2-3:	현금배당 주당 10,000 원 (주주제안_Agnes 등)	#1: 배당
제 3 호:		정관 일부 변경의 건 (주주제안_Agnes 등)	#2: 평가보상위원회 #3: 주주총회 결의로 자기주식 소각 결정 #4: 분기배당
	3-1:	평가보상위원회 관련 규정 개정 및 신설의 건 (주주제안_Agnes 등)	
	3-2:	자기주식소각 결정 권한 추가의 건 (주주제안_Agnes 등)	
	3-3:	분기배당 신설의 건 (주주제안_Agnes 등)	
	3-4:	부칙 (주주제안_Agnes 등)	
제 4 호:		자기주식 소각의 건 (주주제안_Agnes 등)	#5: 자기주식 소각
제 5 호:		자기주식 취득의 건 (주주제안_Agnes 등)	#6: 자기주식 취득
제 7 호:		사외이사 2 명 선임의 건	#7: 사외이사 차석용 후보자 #8: 사외이사 황우진 후보자
	7-6:	사외이사 차석용 선임의 건 (주주제안_Agnes 등)	
	7-7:	사외이사 황우진 선임의 건 (주주제안_Agnes 등)	
제 8 호:		사외이사 4 명 선임의 건	#7: 사외이사 차석용 후보자 #8: 사외이사 황우진 후보자
	8-7:	사외이사 차석용 선임의 건 (주주제안_Agnes 등)	
	8-8:	사외이사 황우진 선임의 건 (주주제안_Agnes 등)	
제 9 호:		감사위원회 위원 선임의 건	#9: 감사위원 차석용 후보자 #10: 감사위원 황우진 후보자
	9-5:	감사위원회 위원 차석용 선임의 건 (주주제안_Agnes 등)	
	9-6:	감사위원회 위원 황우진 선임의 건 (주주제안_Agnes 등)	

작년 FCP 의 캠페인 공개 이후 많은 주주분들이 저희에게 연락을 주시고, 많은 성원을 보내주셨습니다. 모든 성원과 조언에 대해 진심으로 감사드립니다. 이제 우리 주주들이 KT&G 주주총회에서 투표를 통해 변화를 이끌어낼 수 있는 때가 왔습니다.

저희는 경영진으로부터 완전히 독립적이며, 기업의 최고경영자(CEO)로서 탁월한 성과를 거둔 차석용 후보자(의안 7-6호 / 8-7호 / 9-5호)와 황우진 후보자(의안 7-7호 / 8-8호 / 9-6호)를 사외이사이자 감사위원회 위원으로 추천합니다. 차석용 후보자는 2005년부터 2022년까지 LG생활건강의 CEO이자 이사회 의장을 18년간 역임했으며, 국내에서 가장 뛰어난 경영인 중 한 명으로 평가받는 인물입니다. 황우진 후보자는 국내에서 가장 수익성 높은 생명보험사인 푸르덴셜생명보험의 전 CEO입니다. 두 후보자는 탁월한 매출 성장과 주주 가치 창출 능력을 이미 입증한 분들입니다. 후보자들은 이사회에서 독립적이고 객관적인 감독관 역할을 하게 될 것입니다.

또한, 차석용 후보자는 회계학을 전공하신 후, 미국 공인회계사 자격을 취득했으며, P&G 한국(1989-1994), P&G 필리핀(1995-1996), P&G 아시아(1997-1998)에서 10년 간 CFO로 근무하셨습니다. 또한, 황우진 후보자는 국내 생명보험사 중 최고 수익성의 푸르덴셜생명보험 CEO를 7년간 역임하신 금융 전문가로 두 분 모두 감사위원회 위원의 역할 수행하시기에 완벽한 후보자들이시며, 감사위원회에 무엇보다도 중요한 “독립성”과 “공정성”을 가져다 주실 분들이십니다.

의안 7호와 의안 8호는 각각 선임할 수 있는 신규 사외이사의 수가 다릅니다. 그리고 의안 8호의 경우 저희가 추천하는 후보의 수(두 명)보다 선임할 수 있는 사외이사의 수(네 명)가 많습니다. 이번 주총은 집중투표가 적용됩니다. 따라서, 의안 7, 의안 8 모두, 각각 투표해 주시되, 의안 8호의 경우 (정확히 말하자면 의안 8-7호와 의안 8-8호), 주주분들께서는 행사하실 수 있는 네 표를 모두 저희 두 후보자(차석용, 황우진)에게 집중해서 투표해 주시기를 부탁드립니다.

의안 3-1호 / 3-4호: 주주 가치와 연계되지 않는 경영진의 성과 평가와 보상 구조를 개선하기 위해 평가보상위원회의 정관 명문화를 제안합니다. 주가가 폭락하는 중에도 CEO가 역대 최고의 연봉을 받는 현재의 보상 시스템은 개선되어야 합니다. 주주 가치와 연계되는 경영진 보상 체계가 도입된다면, 주가의 저평가 해소에 기여할 수 있을 것이라 믿습니다.

의안 2-3호: 저희는 주당 10,000원의 배당금을 제안합니다. 2008년부터 2022년까지 KT&G 는 순이익의 60%를 주주에게 환원해 온 반면 글로벌 동종업체들은 거의 100%를 환원해 왔습니다. 저희는 과거 15년간 쌓아온 적립금(이익잉여금, 사용 용도가 특정되지 않은 적립금) 7조원 중 주당 10,000원, 총 1.2조원 규모의 배당 지급을 제안합니다. 이는 “잃어버린 15년” 간 과거 동종업계 대비 부족했던 주주환원의 격차를 해소하고 KT&G가 앞으로도 글로벌 동종업계 수준의 주주환원을 실천하는 것의 첫걸음입니다. 참고로 해당 의안은 저희 Agnes와 KT&G, 타주주가 제안한 의안 중 다득표 의안이 채택됩니다. Agnes가 제안한 현금배당 주당 10,000원에 찬성을, 나머지들에 반대해주시기를 부탁드립니다.

의안 3-3호 / 3-4호: 분기 배당을 도입하기 위한 정관 개정을 제안합니다. 글로벌 담배 산업에서 분기 배당은 표준으로 여겨지고 있으며, 필립모리스(NYSE: PM), 알트리아(NYSE: MO) 및 임페리얼 브랜즈(OTCMKTS: IMBBY)와 같은 글로벌 동종업체 포함 국내외 많은 기업에서 시행하고 있습니다. 이는 주주 친화적인 제안으로, KT&G 의 정관을 개정하여 분기별 배당금 지급을 가능하게 하는 것입니다(현재는 연말, 반기배당만 가능합니다).

의안 5호: 1.2조원 규모의 자기주식 취득을 제안합니다. KT&G는 글로벌 5대 담배 회사 중 유일하게 순현금을 보유한 회사입니다. 위에 설명 드린 주당 10,000원의 배당과 1.2조원 규모의 자기주식을 취득에 필요한 2.4조원을 환원해도, 현재 7조원 수준인 KT&G의 현금화가능자산을 고려했을 때 미래를 위한 투자를 지속하기에 부족함이 없습니다.

의안 4호: 2023년 4월까지 보유 중인 무려 15% 지분율의 자기주식 소각을 제안합니다. FCP는 과도한 자기주식 보유가 KT&G 주가에 부정적인 영향을 끼치고 있으며, 주주 가치 제고를 위해 소각되어야 한다고 생각합니다. 최근 언론 보도에서는 KT&G가 장기간동안 산하 재단과 기금에 자기주식을 무상으로 출연한 것으로 밝혀졌으며, 이 기관들은 의결권의 11%에 달하는 주식을 보유하고 있습니다. 해당 보도는 다음 링크에서 확인할 수 있습니다. (<https://www.hankyung.com/economy/article/2023030579381>)

의안 3-2호: 주주총회의 결의로써 자기주식을 소각할 수 있게 하는 정관 개정입니다. 현재는 이사회에 권한으로만 자기주식을 소각할 수 있기 때문에, 경영진이 자신들의 자리 보전을 위하여 자사주를 재단 등에 기부하는 등의 방법으로 주주의 이익을 침해하는 것을 막을 수 없습니다.

KT&G의 기업 거버넌스 정상화, 주주환원 정상화를 통해 주가의 저평가를 해소하기 위해서는 주주 여러분들의 지원이 필요합니다. 경영진의 멘토이자, 엄정한 감독관으로서 완전히 독립적인 사외이사만이 주주들의 권리와 이익을 보호할 수 있습니다. 저희가 추천한 사외이사, 감사위원회 위원 후보자들은 경영진에게 장기간의 동종업계 대비 실적 부진과 주가의 저평가에 대한 책임을 물을 수 있는 완전히 독립적인 인물들입니다.

작년과 마찬가지로, 이번에도 주주 여러분들께 저희 활동을 소개하는 웨비나를 다음과 같은 시간에 준비했습니다:

3월 21일 오후 4시 (한국시간, 한국어) 링크:

<https://us06web.zoom.us/j/88315689560?pwd=NVpKa0VITGVXZGxTcGx2UUdKQ2g1UT09>

해당 웨비나에서는 저희의 새로운 자료를 설명 드리며, 왜 이번에 주주가 이끄는 변화가 시급하게 필요한지, 또한 열개의 주주제안에 대해 더 상세히 말씀드릴 예정입니다. 프레젠테이션 후에 자유로운 질의 응답 시간을 준비했습니다.

혹시 웨비나에 참석하지 못하시거나, 추가로 궁금한 점이 있으시면 아래 연락처로 언제든지 연락주시길 바랍니다.

Georgeson: asia.engagement@georgeson.com

플래쉬라이트캐피탈파트너스: contact@flashlightcap.com

www.FlashlightCap.com에 방문하시면 저희 제안의 상세 내용이 담긴 주주제안 프레젠테이션을 비롯해 향후 계획 등 여러 자료를 열람하실 수 있고, FCP 의 유튜브 채널인

<https://www.youtube.com/@flashlightcapitalpartners7001>를 방문하시면 더 많은 영상을 시청하실 수 있습니다.

주주 여러분들과 함께 KT&G를 진정한 글로벌 회사로 만들어 갈 날을 고대하고 있습니다.

감사합니다.

플래쉬라이트캐피탈파트너스, Agnes

대표이사 이 상 현

붙임 2. 온라인파트너스자산운용의 에스엠 2022 정기주주총회 전 주주서한

2022년 3월 2일

수신:

1. 주식회사 에스엠엔터테인먼트 (서울특별시 성동구 왕십리로 83-21)
2. 이성수 공동대표이사, 탁영준 공동대표이사, 박준영 사내이사, 지창훈 사외이사

주식회사 에스엠엔터테인먼트 이사회에 대한 공개 주주서한

온라인파트너스자산운용 주식회사(이하 “온라인파트너스” 혹은 “당사”)는 2022년 2월 28일 현재 특수관계자를 포함해 주식회사 에스엠엔터테인먼트(이하 “에스엠” 혹은 “회사”)의 2021년말 의결권 있는 주식총수의 0.91%를 보유하고 있는 주주입니다. 당사는 2022년 3월 31일로 예정된 에스엠의 제27기 정기주주총회의 안건으로, 곽준호 후보의 감사 선임을 제안한 바 있습니다(제3-2호 의안).

먼저, 2021년 한해 에스엠 경영진과 임직원, 아티스트가 함께 노력하여 달성한 뛰어난 사업적 성과에 대하여 주주의 일원으로서 감사드립니다. 에스엠은 코로나 19로 인한 어려운 경영환경 속에서도 2021년 사상 최고 실적을 달성하였습니다. 기존 아티스트들이 꾸준히 활동하는 가운데 신규 아티스트들도 성공적으로 안착하면서 하이브를 제치고 업계 음반판매 1위를 차지하였고, 혁신적 팬플랫폼 운영사 디어유를 성공적으로 상장하였으며, SM Congress 2021을 통해 에스엠만의 차별화되고 획기적인 미래 비전 제시에도 성공하였다고 생각합니다.

또한, 당사의 주주제안 (2월 11일) 이후 열린 이사회에서 사상 첫 배당(주당 200원, 배당성향 3.8%)을 결정한 것에 대해서도 긍정적으로 평가합니다. 의미가 큰 첫 걸음이라고 생각되고, 앞으로 장기적인 관점에서 에스엠 이사회와 주주가치 제고와 주주환원에 대해서 같이 논의할 수 있는 기회가 있기를 희망합니다.

주주제안에서나 당사의 공개 프레젠테이션(www.bside.ai/sm) 등에서 여러 차례 밝힌 바와 같이, 당사는 에스엠이 케이팝 선도기업으로써의 위상이나 훌륭한 사업적 성과에 대비하여 크게 저평가되어 있다고 판단하고 있습니다. 2022년 2월 25일 종가 기준 에스엠의 시가총액은 약 1.7조원으로 하이브(11.8 조원)의 약 7분의 1에 불과할 뿐 아니라, 음반판매량이 에스엠의 약 1/3, 매출은 약 1/4 수준인 JYP(1.6조원)와 거의 동일한 수준입니다. 사업가치(EV) 기준으로 보면 JYP 보다 오히려 낮게 평가받고 있으며, 영업이익(EBIT)의 배수로 보면 JYP(23.2배)의 절반 수준(11.8배)입니다.

도표 1: 에스엠 사업가치 분석 및 JYP 와의 2021 EV/EBIT 비교

(생략)

투자자 관점에서 봤을 때 이러한 저평가의 이유는 여러가지가 있으나, 그 중 가장 큰 요인은 20년 넘게 지속되고 있는 최대주주 이수만 총괄프로듀서(개인사업자 상호명: 라이크기획)와의 프로듀서 용역계약 문제라고 당사는 보고 있습니다. 거래 조건의 일부 변경을 거치면서 수차례 연장되어 온 이 계약(현재는 에스엠 매출의 최대 6%를 지급하는 조건)에 따라, 에스엠은 상장 이후 21년 3분기까지 총 1,427억원, 21년에는 3분기까지 181억원을 라이크기획에 인세로 지급한 바 있습니다.

단순히 지급 금액의 규모가 크고 그만큼 영업이익이 줄어드는 문제만을 지적하는 것이 아닙니다. 여기서 또 다른 중요한 문제는 이렇게 규모가 큰 계약에서 에스엠의 거래상대방이 해당 계약의 승인 주체인 에스엠 이사회를 실질적으로 모두 임명한 당사자이기도 한 최대주주 이수만 총괄프로듀서 본인이라는 점입니다. 그렇기 때문에 에스엠 이사회가 독립적이고 객관적으로 거래 조건의 적정성을 검토해서 회사의 이익을 극대화하는 방향으로 이수만 총괄프로듀서와 협상하고, 더 나은 대안이 있는지 살펴보는 것이 구조적으로 어렵습니다. 에스엠은 이사회 결의를 통해 라이크기획과의 용역 계약을 계속해서 연장하고 있기 때문에, 그 거래규모와 조건에 대해서 주주총회 의결을 거치지도 않습니다. 또한, 외부에서 보기에 이수만 총괄프로듀서는 에스엠 내부에서 매우 큰 영향력과 권한을 행사하고 있는 것으로 보이지만, 공식적으로는 에스엠의 임원직을 맡고 있지 않으므로 권한에 상응하는 법적 책임도 부담하지 않고 있습니다.

반면, 동종 업계의 주요 기업인 하이브, JYP의 최대주주인 방시혁, 박진영 씨는 모두 회사의 등기임원으로 취임, 회사 내의 역할과 권한에 상응하는 법적인 책임을 지면서, 매년 주주총회에서 승인되는 이사의 보수 한도 내에서 연봉을 지급받고 있습니다. 2020년 기준 방시혁 하이브 이사회 의장을 포함한 하이브 등기이사 3인의 평균 연봉은 5.14억원이었으며(총액 15.42억원), 같은 해 박진영 대표의 연봉은 상여 등을 포함 총 7.61억원이었습니다.

국내외 투자자들은 라이크기획 용역 계약과 관련된 에스엠의 지금과 같은 상황을 에스엠 기업거버넌스 신뢰성 차원의 중대한 문제로 받아들일 수 있고, 이에 따른 신뢰도 하락은 다른 요인들(갖은 실적 쇼크, 자회사 적자 이슈, 주주환원 정책 부재 등)과 결합하여 앞서 도표1에서 보여드린 EV/EBIT 차트에서 나타나듯 단순히 라이크 기획 인세 지급에 따라 영업이익이 감소한 것 이상의 밸류에이션 디스카운트가 발생하고 있다고 당사는 보고 있습니다. 실제로 지난 2019년에 우리나라의 주요 기관투자자 중 하나인 KB자산운용에서도 공개 주주서한을 통해 같은 문제를 지적한 바 있습니다.

주가는 임직원들의 사기와 직결될 뿐만 아니라, 빠르게 변하는 비즈니스 환경에서 경쟁력 확보와 성장을 위한 자금 조달, 인재 채용, M&A 등에도 연결되기 때문에 중요한 문제입니다. 회사의 비전을 믿고 투자하고 있는 주주들 입장에서는 더더욱 중요한 문제입니다.

또한, 이러한 문제는 에스엠의 업계 내 위상이나 뛰어난 사업 성과에도 불구하고 최근의 ESG 중시 흐름을 생각할 때 장기적으로 문제가 지속될 경우 회사의 대외 신인도에도 영향을 미칠 수 있는 매우 중요한 문제이므로, 가능한 빠르게 대처하는 것이 필요하다고 생각합니다.

이에 따라, 당사는 지금으로부터 3주 후인 3월 23일까지 아래 요구에 대한 에스엠 이사회의 구체적 입장을 담은 공개 회신을 요청합니다.

- **최대주주인 이수만 총괄 프로듀서(개인사업자 상호: 라이크기획)와 20년 넘게 지속중인 프로듀서 용역 계약의 종료**

이 문제에 대한 에스엠 이사회의 입장(혹은 무입장)은 3월 31일로 예정된 제27기 정기주주총회를 앞둔 주주들 입장에서 의결권 행사를 위한 중요한 참고가 될 것이라고 생각합니다.

라이크기획과의 프로듀서 용역 계약을 종료하더라도, 위에서 언급한 동종기업(하이브, JYP 등)의 사례 등을 참고하면 에스엠 이사회가 전체 주주들의 의사가 잘 반영될 수 있는 방법으로 프로듀싱 역량 공백 없이 사업을 계속 잘 운영할 수 있는 합리적인 대안을 충분히 제시할 수 있다고 당사는 생각합니다.

라이크기획과의 용역 계약이 합리적으로 종료가 되면, 회사는 크게 증가된 영업이익을 기반으로 세계를 선도하는 종합 엔터테인먼트 기업으로의 도약에 더 투자할 수 있게 되며, 늘어난 이익에 더해 자본시장 신뢰 회복으로 밸류에이션 배수까지 높아져 에스엠의 기업가치 역시 지금보다 크게 상승하여 본래 자리를 찾아갈 것이라고 당사는 생각합니다.

도표 2: 라이크기획 계약 종료시 잠재적 에스엠 사업가치 상승 예시

(생략)

여기까지 읽어주셔서 감사합니다. 당사는 장기 투자자로서, 에스엠의 미래가 매우 밝다고 생각합니다. 오랜 기간 쌓여온 에스엠의 오리지널 IP 라이브러리와 브랜드 가치, 최근 2년간 크게 증가한 코어 팬덤, 안정적으로 스타를 키워낼 수 있는 체계적 트레이닝 시스템, 연예 매니지먼트 이외에도 다양하게 갖춰놓은 콘텐츠 사업 역량 등을 기반으로, 이수만 총괄프로듀서가 SM Congress 2021에서 밝힌 독창적인 비전을 현실로 옮겨낸다면 멀지 않은 미래에 세계를 선도하는 엔터테인먼트 기업이자 대표 혁신 기업으로 도약할 수 있을 것이라고 믿습니다.

당사는 전문성을 갖춘 독립적 감사인 객준호 감사 선임을 포함하여, 에스엠이 저평가를 해소하고 본연의 가치를 회복할 수 있도록, 주주로서 가능한 모든 노력을 지속적으로 기울이고자 합니다. 위에서 언급된 주제들 이외에도, IR 전략 분야, 비유기적 성장 분야, 재무계획 및 실적관리, 법률 및 세무적 리스크 관리 등 영업 외적인 부분에서 에스엠이 더 발전할 수 있는 부분들이 있다고 생각합니다. 멀지 않은 미래에 에스엠 이사회와 회사 성장과 기업가치 제고를 위해 머리를 맞대고 논의할 수 있기를 희망합니다.

얼라인파트너스자산운용 주식회사

대표이사 이창환 드림

붙임 3. 조사 및 분석의 한계

[표31] 조사 및 분석의 한계

- 공시된 의결권 행사 내역만을 조사 및 분석하였으므로 공시되지 않은 내역을 포함한 전체 내역과 다를 수 있음
- 자산운용사별 피투자회사별 공시의 충실도, 분류 기준의 차이에 따라 동일한 안건이 다르게 집계되었을 수 있음
(예: 동일한 안건에 대하여, 甲 자산운용사는 '이사 선임' 안건 1건으로 공시하였으나 乙 자산운용사는 '사내이사 안건' 2건과 '사외이사 안건' 1건으로 세분화하여 공시한 경우)
- 안건명에 '감사위원과 감사'를 혼동하여 공시한 자산운용사가 일부 있어, 이로 인한 오류 있을 수 있음
- 주주총회소집공고 등 공시자료와 안건 현황을 다르게 공시한 자산운용사 일부 있음
- 자산운용사별 의결권 행사지침의 차이 등으로 인하여 반대 사유 기재의 충실도나 중점 기재항목이 달라, 이로 인한 왜곡 있을 수 있음
- 분류 과경상 오류 있을 수 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.