Quant Analyst 김광현
02-3770-3634/ kwanghyun2.kim@yuantakorea.com

또 엘리엇, 행동주의는 변화의 바람

1) Round 2, 엘리엇 vs 삼성

- 엘리엇은 작년 6월 삼성물산과 제일모직의 합병에 반대. 주총에서 패하며 보유지분 매각
- 지난 수요일, 엘리엇은 삼성전자 지배구조 개편과 배당확대를 통한 주주환원을 요구하는 주주제안 제시
- 삼성그룹의 지배구조 개편을 공론화 시켰다는데 의미

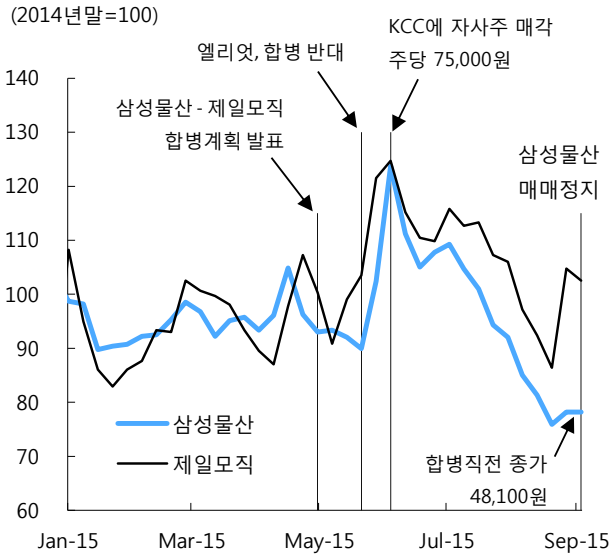
2) 소버린을 기억하나요?

- 2003년 소버린은 ㈜SK에 대한 지분을 확대하며 경영참여 선언
- 04년, 05년 주총에서 패하며 경영권 장악에는 실패했으나 8,000억원에 달하는 매각차익을 남긴 것으로 추정
- 15%의 지분을 보유한 소버린보다 더 큰 이익을 얻은 것은 85%의 주주
- 최태원 회장과 계열사가 보유한 지분가치 또한 크게 상승
- 이후 SK C&C 상장으로 순환출자 해소, SK와의 합병으로 지배구조 개편 완료. 이 과정에서 오너 일가의 지배력 크게 높아짐

3) 변화의 바람, 변화를 바람

- 국내증시 유보율은 사상 최대치 경신. 그러나, 축적된 이익이 새로운 이익창출로 이어지지 못하며 국내증시 ROE는 낮아짐
- 후진적인 지배구조는 배당에 대한 유인을 감소시키는 요인. 최근 다수의 기업이 지배구조 개편을 완료하며 배당이 확대될 움직임
- 엘리엇의 주주제안은 배당에 대한 관심을 환기. 보다 강력한 주주환원을 요구하는 목소리 높아질 것

1. Round 2, 엘리엇 vs 삼성



삼성물산 – 제일모직 합병 과정	
일시	내용
15.05.26	삼성물산, 제일모직과의 합병계획 발표
15.06.04	엘리엇, 삼성물산 7.1% 보유. 합병 반대의사 표명
15.06.10	삼성물산, 자사주 5.75% KCC에 매각(6,742억원)
15.06.11	엘리엇, 자사주 매각 효력정지 가처분 신청
15.06.24	엘리엇, 삼성물산 소액주주에게 의결권 위임요청
15.07.03	국민연금, 삼성물산 11.6% 보유 공시
15.07.10	국민연금 투자위원회, 합병 찬성 결정
15.07.16	법원, 엘리엇의 가처분 항고 기각
15.07.17	삼성물산-제일모직 합병 결의안 주총 안건 통과
15.08.06	합병 반대주주에 대한 주식매수청구권 행사 종료 엘리엇, 보유 지분 중 4.95% 매수청구권 행사
15.09.01	통합 삼성물산 출범
15.09.15	합병 신주 상장

자료: 언론기사 발췌, Myresearch, 유안타증권 리서치센터

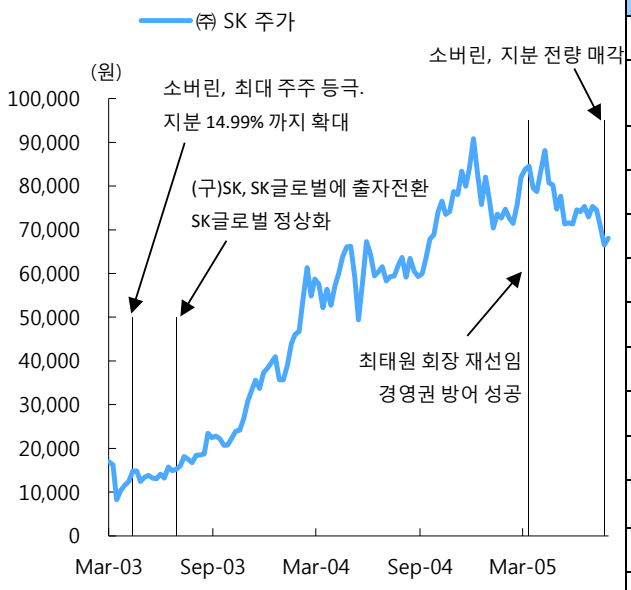
- 작년 6월, 삼성물산과 제일모직(舊에버랜드)의 합병이 발표되자 엘리엇은 합병에 공개 반대
- 이에 삼성물산은 자사주 매각을 통해 우호지분 확보. 국민연금이 합병에 찬성하며, 합병은 예정대로 진행
- 2016년 10월, 엘리엇은 삼성전자 지배구조 개편 및 배당확대를 통한 주주환원을 요구하는 주주제안 제시

전일 삼성전자의 주가는 +4.5% 상승하며 사상 최고치를 경신했습니다. 삼성전자의 지배구조 개편과 주주환원 정책 확대에 대한 기대감이 반영된 결과였습니다.

엘리엇의 주주제안은 1) 삼성전자 홀딩스 분할을 통해 보유중인 자사주의 가치 인식 2) 자본 효율성 증대를 위해 주당 245,000원 배당 및 향후 발생하는 FCF 의 75%를 주주환원에 활용 3) 사업회사의 나스닥 상장으로 요약됩니다.

작년 6월, 삼성물산과 제일모직의 합병 과정에서 삼성에 반기를 들었던 엘리엇이었지만, 이번에는 삼성그룹이 고민하던 지배구조 개편을 공론화 했다는 점에서 삼성그룹에도 기회가 될 수 있다는 판단입니다.

2. 소버린을 기억하나요?



SK vs 소버린, SK 그룹의 지배구조 관련 이벤트	
일시	내용
2003.3	SK글로벌(現 SK네트웍스) 분식회계 최태원 회장 구속
2003.4	소버린, ㈜SK 지분 8.64% 확보, 1대주주 등극
2003.4	소버린, ㈜SK 지분 14.99% 로 확대
2003..5	소버린, ㈜SK의 SK글로벌 지원 중단 요구
2003.6	㈜SK, SK글로벌 매출채권 8,500억원 출자전환
2004.12	최태원 회장, SK C&C가 ㈜SK 지분 매입(15.62%)
2005.3	최태원 회장 재선임
2005.7	소버린, ㈜SK 지분 전량 매각
2006.10	㈜SK, 2조원 규모 자사주 매입
2009.11	SK C&C 상장
2010.10	SKT 보유중이던 SK C&C 지분 매도, 순환출자 해소
2015.7	SK, SK C&C 합병으로 옥상옥 구조 해소

자료: 언론기사 발췌, Myresearch, 유안타증권 리서치센터

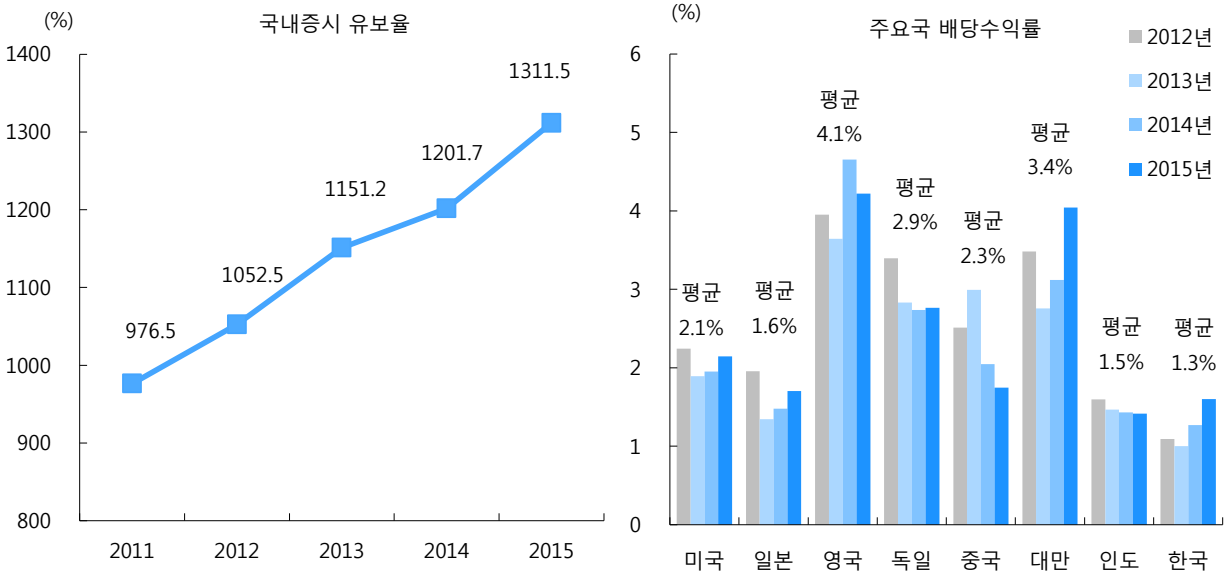
- 2003년 소버린이 ㈜SK 에 대한 지분을 확대하며 최태원 회장의 경영권 위협. 경영권 방어 과정에서 SK C&C 와 최태원 회장의 지분 확대
- 2005년 3월 최태원 회장이 재선임되며 경영권 방어에 성공. 주가 크게 상승하며 SK C&C 와 최태원 회장이 보유한 SK 의 지분가치 또한 상승
- 이후 SK C&C 상장으로 순환출자 해소. SK 와 합병하며 지배구조 개편 완료

2003년 SK 그룹은 소버린의 공격으로 경영권이 크게 위협받았습니다. 당시 소버린은 경영참여를 목적으로 SK 의 주식을 매입했으며, "자본에는 국적이 따로 없다"라는 슬로건을 내걸고 소액주주의 지지를 호소했습니다.

2004년, 2005년 두 차례 주주총회에서 패하며 경영권 장악에는 실패했지만, 소버린은 8천억원이 넘는 매각차익을 남겼습니다. 먹튀논란이 불거졌지만, 15%의 지분을 보유한 소버린보다 더 큰 이익을 얻은 것은 85%의 나머지 주주였습니다.

이후 SK 그룹은 SK C&C 의 상장을 통해 순환출자를 해소했고, 2015년 7월 SK C&C 와 SK 의 합병을 통해 옥상옥 구조에서 벗어나며 지배구조 개편작업이 완료됐습니다. 그리고 이 과정에서 최태원 회장의 지배력과 지분가치는 크게 높아졌습니다.

3. 변화의 바람, 변화를 바람



주: 유니버스 200 종목 기준 자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터 주: 각국 대표지수 기준, KOSPI 지수는 Dataguide 기준 자료: Bloomberg, 유안타증권

- 유니버스 200종목 기준, 국내증시 유보율은 2015년 1,311%로 증가세 유지
- 유보된 이익이 새로운 이익창출로 이어지지 못하며 ROE 는 하락
- 낮아지는 ROE 에도 불구하고 국내증시 배당수익률은 글로벌 평균 대비 낮은 수준
- 행동주의 투자자들의 주주환원 요구는 배당에 대한 관심을 환기

지난 4년간 국내증시의 이익성장은 정체됐지만, 적자를 낸 것은 아니었습니다. 투자도, 고용도, 분배도 하지 않음에 따라 국내증시 유보율은 사상최대치로 치솟았습니다. 그러나, 축적된 이익이 새로운 이익창출로 이어지지 못하며 국내증시의 ROE 는 낮아지고 있습니다.

후진적인 지배구조는 배당에 대한 유인을 감소시키는 요인으로 작용해왔지만, 최근 다수 대기업의 지배구조 개편이 완료되며 배당을 확대할 움직임이 나타나고 있습니다. 배당을 유도하고자 하는 정부의 노력도 눈에 띕니다. 그리고 이번 엘리엇의 주주제안은 자본의 효율성을 강조하며 배당에 대한 관심을 환기했다는 점에서 주목됩니다. 기업의 주인은 한 개인이 아닌 다수의 주주입니다. 성장이 없다면 보다 강력한 주주환원 정책을 요구할 필요가 있습니다.