

KISCO홀딩스 임시주총 소집 관련 보도자료

***밸류파트너스자산운용과 소액주주는 KISCO홀딩스에 임시주총 소집요구: 중간배당/감사위원선임**

***중간배당 도입 효과: 상장회사 모든 경영진의 목표인 ROE 높이고/지속 유지가능**

- 보유 주당 순현금성 자산이 현 주가의 약 2.4배로 높은 수준

***감사위원 선임 이유: 1) 비합리적 재무정책으로 주주가치를 파괴, 2) 독립성이 결여된 감사위원을 선임하여 대주주 감시 및 견제 기능을 무력화**

밸류파트너스자산운용과 소액주주는 KISCO홀딩스에 임시주주총회 소집요구

밸류파트너스자산운용과 소액주주는 2018년 8월 30일 KISCO홀딩스에 임시주주총회 소집을 요구하는 내용증명을 발송했다. 임시주주총회 주요 안건은 중간배당 도입과 감사위원 선임이다. 2018년 3월 정기주주총회 때에도 대주주 측 비합리적 경영에 대항하여 주주제안과 주주총회 표 대결을 벌인바 있다.

중간배당 도입 효과: 상장회사 모든 경영진의 목표인 ROE 높이고, 지속 유지 가능

KISCO홀딩스의 경우 중간배당을 도입해 배당금을 높일 경우 ROE(Return On Equity: 자기자본 대비 순이익으로 주주가치의 증가속도를 의미하며, 상장회사의 경영진은 지속적으로 높은 ROE를 경영목표로 설정해야 하는 것은 당연한 것임)를 의미 있게 높일 수 있고 높은 ROE를 지속적으로 유지할 수 있다. 반대로 현금성자산을 현재와 같이 비합리적으로 쌓아만 놓는다면 현금성자산 때문에 ROE가 계속 크게 하락할 수밖에 없다. 참고로 회사의 2018년 6월 말 기준 순차입금을 차감한 순현금성금융자산은 자기자본 대비 57% (=7,245억원/12,789억원)로 높으며, 이대로 라면 조만간 그 비율이 70%에 달해 비정상적 수준이 더욱 심화될 것이다. 대주주와 다수로 구성된 소수주주의 자본 (2017년 말 기준, 주주구성: 대주주 47.5%, 자사주: 17.2%, 소수주주: 35.2%, 대주주를 제외한 주주 수 2,988명)을 위탁 받아 운용하고 있는 상장회사의 경영진 및 이사회 이사들은 주주가치 극대화를 위해 영업활동, 투자활동, 재무활동의 의사결정을 해야 하는 신의성실의 의무를 부담한다. 그러므로 상장회사의 경영진 및 이사회 이사가 창출된 잉여현금흐름을 주주가치가 극대화되도록 활용 즉, ROE가 지속적으로 높아질 수 있도록 경영의사결정을 해야 하는 것은 당연하다. 몇몇 대주주만으로 구성된 비상장회사의 경우 대주주 마음대로 영업활동, 투자활동, 재무활동 의사결정을 해도 상관없지만, 다수의 소수지분을 위탁 받아 운용하는 상장회사의 경영진 및 이사회 이사는 이처럼 장기간에 걸쳐 주주가치를 파괴하는 경영활동을 해서는 안 되며 이는 명백히 신의성실의 의무를 위반하는 것이다.

감사위원 선임 이유

1) 비합리적 재무정책으로 주주가치를 파괴

KISCO홀딩스의 연결재무상태표를 보면 차입금을 차감한 후 금융자산을 포함한 주당 순현금성 자산은 2015년 말 21,407원, 2016년 말 24,721원, 2017년 말 29,416원으로 2018년 8월23일 주가 12,050원의 2.5배 정도 인데도 자사주를 매입하지 않는 것은 주주가치 파괴행위에 해당한다 (“각 연결대상회사의 순현금성 자산 x 해당 회사에 대한 지분율”을 합계한 것이며, 단순히 연결재무상태표 기준 주당 순현금성 자산은 2015년 말 32,476원, 2016년 말 38,352원, 2017년 말 46,490원으로 주가의 약 4배 수준으로 훨씬 더 많음).

내재가치보다 명백하게 낮은 가격(현재 가격으로 자사주를 매입하는 것은 보유순현금의 40% 가격으로, 그리고 주당순자산가치의 0.24배 수준으로 매수하는 것임)으로 자사주를 매입하는 것은 대주주를 포함한 계속존존주주에게 가치를 창출하는 가장 쉬운 방법이다. 상장회사의 경영진은 소수주주를 포함한 주주 자본(capital)의 선량한 관리자로서 영업활동, 투자활동, 재무활동을 통해 주주이익 극대화와 소수주주와 대주주의 단위 주식당 동일한 이익을 창출하겠다는 암묵적인 계약을 체결한 것이다. KISCO홀딩스 경영진 및 이사회 이사들은 비합리적인 재무정책을 장기간 지속하여 상장회사의 가장 기본적인 신의성실의 의무를 위반해 오고 있다.

2) 독립성이 결여된 감사위원을 선임하여 대주주 감시 및 견제 기능을 무력화

대주주는 과거에 자회사인 한국철강 대리점 사장인 이종창을 8년간 감사위원 선임하여 사실상 독립성이 없는 지배구조 체제를 유지했다. 또 현 조재철 감사위원(2018년 주주총회에서 재선임)도 전 영흥철강 (KISCO홀딩스의 대주주 장세홍의 동생인 장세일이 대주주)의 영업본부장으로 독립성에 문제가 있는 것으로 판단된다.

또한 무력화된 감사위원회는 비합리적인 재무정책으로 내재가치를 평가 받지 못한 소액주주들이 지속적으로 합리적인 자본배분(자사주 매입 및 소각, 배당 증액)으로 ROE(Return On Equity)와 주당순이익(EPS; Earnings Per Share)을 높이라는 요구에 대해, 이를 묵살하는 현 경영진 및 이사회에 대해 동조하는 자세로 일관해 왔다.

이에 소액주주는 공석 중인 감사위원 자리에 경영진 및 이사회 견제 및 감시 기능을 제대로 수행할 수 있는 독립성을 갖춘 사람을 선임하여 주주가치를 제고하고자 임시주주총회를 소집한 것이다.

참조:2016년 버크셔해서웨이 주주서한에서 발췌한 자사주 매입에 관한 글 원문 및 번역

투자 환경에서 자사주매입에 관한 논의는 종종 가열되고 있습니다. 그러나 이 논쟁에 참여한 사람들은 한번 더 생각해야 합니다. 자사주매입의 바람직함을 평가하는 것은 그리 복잡하지 않습니다. 기존주주의 관점에서 볼 때, 자사주매입은 항상 플러스입니다. 이러한 자사주매입의 일상적인 영향은 대개 미미하지만 매도자가 매수자를 추가로 확보하는 것이 항상 좋습니다. 그러나 계속 보유하고 있을 주주들에게 자사주매입은 내재가치 이하의 가격으로 주식을 매입하는 경우에만 의미가 있습니다. 그 규칙이 지켜지면 자사주 매입 시 매도하지 않는 나머지 주주지분의 내재가치가 즉각적으로 상승합니다.

간단한 유추를 생각해보십시오. 3,000달러 가치의 사업에, 3명이 각각 1,000달러씩 동일하게 보유하고 있는 상황에서, 회사가 한 명의 주주에게 900 달러에 자사주로 매입한다면, 나머지 주주는 각각 50 달러의 이득을 즉각적으로 실현합니다. 그러나 1,100 달러에 매입한다면 나머지 주주는 각각 50달러씩 손실을 입습니다.

기업과 주주들에게도 동일한 산정방식이 적용됩니다. 자사주매입 조치가 계속 보유하는 주주들에게 가치 창출 또는 가치 파괴인지 여부에 대한 질문은 전적으로 매입 가격에 달려 있습니다. 따라서 기업이 자사주매입을 발표할 때는 자사주매입 가격 상한선을 언급하지 않는다는 것은 당황스럽습니다. 만약 경영진이 외부 회사를 인수하는 경우라면 확실하게 인수가격 상한선이 있을 것입니다. 외부 기업 인수에서 가격은 항상 매입할 것인가 아니면 매입하지 아니할 것인지를 기준이 될 것입니다. CEO 나 이사회 이사들이 자신의 회사 지분을 일부 매입할 때, 그들은 너무 자주 가격에 신경 쓰지 않는 것처럼 보입니다. 단지 몇 명의 주주만으로 구성된 비상장회사를 경영하고 있고 그 중의 일부 주주가 매도하는 지분을 자사주로 매입하는 경우에 매입하는 가격을 평가한다면 그들은 유사하게 행동 할 것입니까? 당연히 내재가치에 근거하여 합리적으로 행동할 것입니다. 회사 주식의 가격이 저평가되어 있지만, 자사주매입을 해서는 안 되는 두 가지 경우가 있다는 것을 기억하는 것이 중요합니다. 첫번째는 기업의 영업활동을 보호하거나 확장하기 위해 자금을 필요로 하고 추가로 차입금을 늘리는 것도 불편할 경우입니다. 이런 경우에는 자금의 내부 필요성이 우선시 되어야 합니다. 물론 이러한 예외는 필요한 지출이 이루어진 후에 사업의 미래전망이 상당히 좋다는 것을 가정합니다. 두번째는 **덜 일반적입니다만 외부 기업인수(또는 일부 다른 투자 기회)가 자사주매입 회사의 저평가 된 주식보다 훨씬 더 큰 가치를 제공 할 때입니다.** 오래 전에 Berkshire는 종종 이러한 대안 중에서 선택해야 했습니다. 현재의 규모에서는 문제가 발생할 가능성이 훨씬 적습니다.

저의 제안은 자사주매입에 대해 논의하기 전에 CEO와 이사회 이사가 서서 손을 잡고 "자사주 매입가격에 있어서 얼마는 현명한 가격이고, 얼마는 바보스런 가격인지 솔직하게 생각해 보시라는 것입니다.

Berkshire Hathaway Inc. shareholder letters 2016:

Share Repurchases

In the investment world, discussions about share repurchases often become heated. But I'd suggest that participants in this debate take a deep breath: Assessing the desirability of repurchases isn't that complicated. From the standpoint of exiting shareholders, repurchases are always a plus. Though the day-to-day impact of these purchases is usually minuscule, it's always better for a seller to have an additional buyer in the market. For continuing shareholders, however, repurchases only make sense if the shares are bought at a price below intrinsic value. When that rule is followed, the remaining shares experience an immediate gain in intrinsic value. Consider a simple analogy: If there are three equal partners in a business worth \$3,000 and one is bought out by the partnership for \$900, each of

the remaining partners realizes an immediate gain of \$50. If the exiting partner is paid \$1,100, however, the continuing partners each suffer a loss of \$50. The same math applies with corporations and their shareholders. Ergo, the question of whether a repurchase action is value-enhancing or value-destroying for continuing shareholders is entirely purchase-price dependent. It is puzzling, therefore, that corporate repurchase announcements almost never refer to a price above which repurchases will be eschewed. That certainly wouldn't be the case if a management was buying an outside business. There, price would always factor into a buy-or-pass decision. When CEOs or boards are buying a small part of their own company, though, they all too often seem oblivious to price. Would they behave similarly if they were managing a private company with just a few owners and were evaluating the wisdom of buying out one of them? Of course not. It is important to remember that there are two occasions in which repurchases should not take place, even if the company's shares are underpriced. One is when a business both needs all its available money to protect or expand its own operations and is also uncomfortable adding further debt. Here, the internal need for funds should take priority. This exception assumes, of course, that the business has a decent future awaiting it after the needed expenditures are made. The second exception, less common, materializes when a business acquisition (or some other investment opportunity) offers far greater value than do the undervalued shares of the potential repurchaser. Long ago, Berkshire itself often had to choose between these alternatives. At our present size, the issue is far less likely to arise. My suggestion: Before even discussing repurchases, a CEO and his or her Board should stand, join hands and in unison declare, "What is smart at one price is stupid at another."

Disclaimer

본 자료에서 제공되는 정보는 오로지 참고목적을 위한 것이며 특정기업에 대한 비난 또는 특정 증권에의 매매와 관련한 권고를 제공하기 위한 것은 아닙니다. 본 자료의 내용은 당사가 신뢰할 만 하다고 판단하는 기록과 정보에 근거하여 만들어진 것이지만 그 정확성이나 완전성을 당사가 보증하는 것은 아닙니다. 당사는 본 자료의 내용에 의존하여 행해진 누구의 어떠한 행위로부터 발생하는 결과에 대해서 책임을 지지 않습니다.