

# 수탁자 책임 활동 연례보고서 (FY 2018)

**메리츠자산운용**

**The Disciplined Long-Term Investor**

2019. 1.

# 목 차

1. 스투어드십 코드 도입 연혁
  2. 스투어드십 코드 기본 원칙
  3. 수탁자 책임 활동의 구성
  4. 의결권 행사 내역 개요
  5. 주요 의결권 행사 사례 소개
  6. ESG 모니터링
  7. 주주관여 활동 내역
  8. 메리츠 더 우먼 펀드
  9. 맺음말
- 첨부 1. 외부 전문기관 소개

# 1. 스튜어드십 코드 도입 연혁



# 2. 스튜어드십 코드 기본 원칙

- 원칙 1. 수탁자 책임 정책 제정·공개
  - '원칙 1'에서는 기관의 사업모델, 수탁자 책임의 핵심 내용과 기본 철학, 담당 조직체계, 원칙 2~7에 대한 간략한 설명이나 개요를 서술
- 원칙 2. 이해상충 방지정책 제정·공개
- 원칙 3. 투자대상회사에 대한 주기적 점검
  - 기업 탐방, ESG 이슈 모니터링을 통한 지속적인 점검
- 원칙 4. 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침 마련
- 원칙 5. 의결권 정책 제정·공개, 의결권행사내역과 그 사유 공개
- 원칙 6. 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 보고
- 원칙 7. 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량 및 전문성 확보
  - 구체적인 이해상충 방지 정책(원칙 2), 수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부 지침(원칙 4), 의결권 정책(원칙 5)에 관한 내용은 당사 홈페이지의 '스튜어드십 코드' 란을 참고 부탁드립니다.  
(<https://www.meritzam.com/stewardshipcode>)

수탁자 책임 활동  
연례보고서

### 3. 수탁자 책임 활동의 구성

- 메리츠자산운용의 수탁자 책임 활동은 기업과의 신뢰 관계를 기반으로 한 중장기적 기업가치 향상을 목적으로 하고 있으며, 적대적인 방식은 지양합니다.
- 수탁자 책임 활동은 크게 의결권의 적극적인 행사, ESG이슈 모니터링과 공문 발송 등의 주주관여 활동으로 구성되어 있으며 다양한 활동을 수행하고 있습니다.

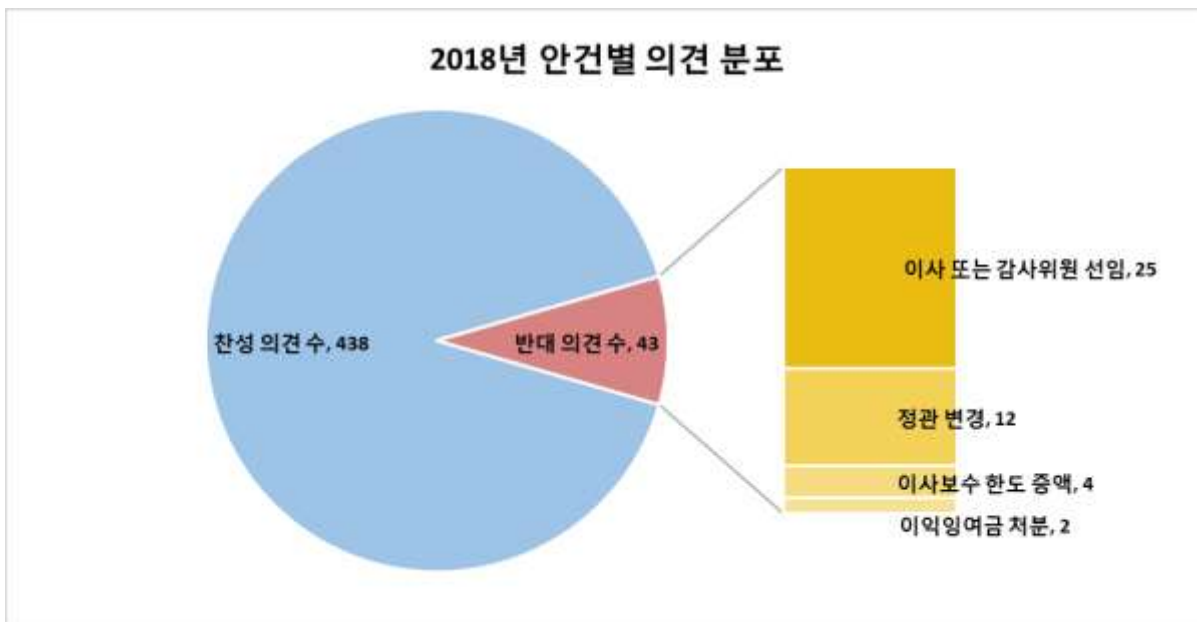
### 4. 의결권 행사 내역 개요

메리츠자산운용은 투자하고 있는 기업 중 아래 기준에 해당되는 기업에 한해 의결권을 행사하고 있으며:

- 각 펀드 자산 총액의 5% 이상 투자하고 있는 주식
- 금액 기준 100억원 이상 투자하고 있는 주식
- 발행주식 수 대비 보유비율 0.7% 이상 투자하고 있는 주식

세 조건 중 한가지만 충족되어도 정기 및 임시 주주총회에서 대리인과 위임장을 통해 찬성 혹은 반대의 의결권을 행사하고 있습니다.

2018년 연간 총 77 건의 주주총회에서 481개의 안건에 대해 주주로서의 권리를 행사하였으며, 전체 안건 중 91%인 438개 안건에 대해 찬성 의견을, 9%인 43개 안건에 대해 반대 의견을 행사하였습니다.



정기 주주총회가 집중되어 있는 3월 기준으로 당사의 주요펀드 기준 의결권이 없는 우선주를 제외한 투자기업의 수는 103개입니다. 비교 기준이 일치하지 않아 정확한 통계는 될 수 없지만 저희는 한해 동안 투자 기업의 약 75%에 대해서 의결권을 행사한 것으로 볼 수 있습니다.

다음은 43건의 반대 의견을 세부적으로 나누어 검토하도록 하겠습니다. 유형별로 이사 또는 감사위원의 선임과

관련된 안건이 25건으로 가장 많았으며, 그 이하로는 각각 정관 변경에 대한 안건이 12건, 이사보수 한도 변경에 대한 안건이 4건, 이익잉여금 처분(배당)에 대한 안건이 2건이었습니다.

이사 또는 감사위원 선임에 대한 반대 사유는 과거 직무 경력 상 주주 가치를 훼손한 이력이 있는 인선, 지나친 연임 또는 과도한 겸직으로 인해 독립적인 직무수행이 어렵다고 판단되는 경우, 회사와 주주간 이해상충의 가능성이 존재하는 경우, 법 위반 이력이 있는 후보 등으로 다양합니다. 여기에 추가로 저희는 이사 또는 감사위원 선임에 대한 안건을 후보별로 개별 상정하지 않고 일괄하여 상정하는 경우에는 주주의 선택권을 제한함을 근거로 반대를 행사하고 있습니다.

두번째로 많은 정관변경 안건의 경우 종류주식 발행한도 확대, 과도한 신주 발행으로 기존주주 지분 희석 등 주주이익을 침해할 가능성에 대해 반대를 행사하였으며, 그 외에도 경영진의 과도한 권한 확대, 전자투표제 배제 등 주주의 권리를 침해할 수 있는 조항들에 대해 반대를 행사하였습니다.

이사보수 한도의 증액은 회사의 재무적 성과에 비교해 과다하게 증액될 경우를 반대하였으며, 이익잉여금 처분에 대한 안건은 회사의 이익이 증가함에도 배당을 지급하지 않거나 혹은 적게 지급하는 경우 반대 의견을 행사하였습니다.

## 5. 주요 의결권 행사 사례 소개

다음은 2018년 주주총회 안건들 중 크게 회자되었던 안건 하나를 선별해 소개하고자 합니다.

5월 중순, TvN, Mnet, OCN 등 케이블 방송 채널 운영 및 영화, 음원 등 미디어 콘텐츠 사업을 영위하는 CJ E&M과 국내 Big3 홈쇼핑 회사 중 하나인 CJ 오쇼핑 간의 합병 결의가 공시되었습니다.

미디어 콘텐츠 회사와 유통회사 간의 결합은 국내에서 처음 시도되는 사례였으며 사업 내용과 구조가 판이하게 다른 두 회사였기 때문에 주식시장에서는 동 합병 건에 대해 회의적인 시각이 많이 확산되었습니다. 공시 익일 CJ 오쇼핑의 주가는 7%, CJ E&M의 주가는 4% 하락하였습니다.

주주총회 의결을 거치는 대규모 합병의 경우 합병에 반대한 주주들에 한해 회사는 주식을 정해진 가격(주식매수청구 가격)에 매수를 하게끔 되어 있으며, 당시 CJ 오쇼핑의 주가는 주식매수청구가격보다 3.6%, CJ E&M은 5.5% 낮은 수준까지 하락해 있었습니다. CJ E&M의 주주 입장에서 보면 반대표를 행사할 경우 현재 주가보다 5.5% 높은 가격에 확정적으로 매도할 수 있는 권리를 얻게 되며, 반대로 찬성할 경우에는 동 권리를 받지 못하게 됩니다.

당시 메리츠자산운용은 CJ E&M의 주식에 투자를 하고 있었습니다. 저희는 단기적인 차익과 장기적인 펀더멘탈 개선 중 후자의 손을 들어주었고 찬성 표를 행사하였습니다.

기업의 지배구조가 변하는 분할, 합병 등의 이슈는 해당 변화가 최대주주 및 오너 일가와 어떤 이해관계가 있는지, 소액주주의 이익을 침해할 우려는 없는지를 면밀히 검토해야 합니다. 합병 전 CJ E&M과 CJ 오쇼핑의 최대주주는 각각 39.4%와 40.0%를 보유한 CJ 지주회사였으며, 두 회사의 합병이 그룹의 지배구조에 큰 변화를 초래하지는 않았습니다. 또한 합병 시점과 합병비율의 산정에서도 소액주주의 이익을 침해할 의도는 발견할 수 없었습니다.

그렇다면 합병이 가져올 장기적인 변화를 평가할 차례입니다. 합병 전 CJ E&M은 연간 10% 가량의 매출액 성장을 꾸준히 이루어 오던 회사이며, 영화사업의 불규칙한 수익성으로 이익의 변동성은 크지만 콘텐츠 제작능력을 기반으로 꾸준히 성장하는 케이블 방송 광고 매출을 높게 평가받았습니다. 반면 CJ 오쇼핑은 성장율은 낮지만 안정적인 매출액과 이익률로 연간 1,000억원 이상이 현금흐름을 창출하는 회사입니다. 두 회사의 결합을 단순히 성장성과 안정성의 결합으로만 치부한다면 사실 합병에 찬성할 근거로는 빈약합니다. 저희는 미디어(Media)와 커머스(Commerce)의 결합이 가져올 새로운 사업에 관심을 가졌고, CJ E&M의 우수한 콘텐츠 제작 능력이 광고 매출을 통해서만 현금화 되는 현재 상황에서 탈피해 다양한 사업 모델을 추가하고자 하는 회사의 계획에 동의하였습니다.

CJ E&M과 CJ 오쇼핑의 합병 계획은 메리츠자산운용 뿐만 아니라 다수의 투자자들에게서도 동의를 받았고, 5월 말 임시 주주총회에서 합병 안건이 가결되어 지금의 CJ ENM이 탄생하게 되었습니다.

## 6. ESG 모니터링

- 저희는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 비재무적 측면에서의 전문성과 역량을 갖추고자 노력하고 있습니다. 이를 위해 제3의 전문기관인 서스틴베스트로부터 ESG 모니터링 서비스를 통해 투자 대상 종목들의 비재무적 이슈들에 대한 정보를 적시에 제공받고 있으며, 또한 제공받은 정보를 바탕으로 수탁자 책임의 이행 수준을 지속적으로 개선시켜 나갈 계획입니다.
- ESG 모니터링에 대한 예시는 아래와 같습니다.

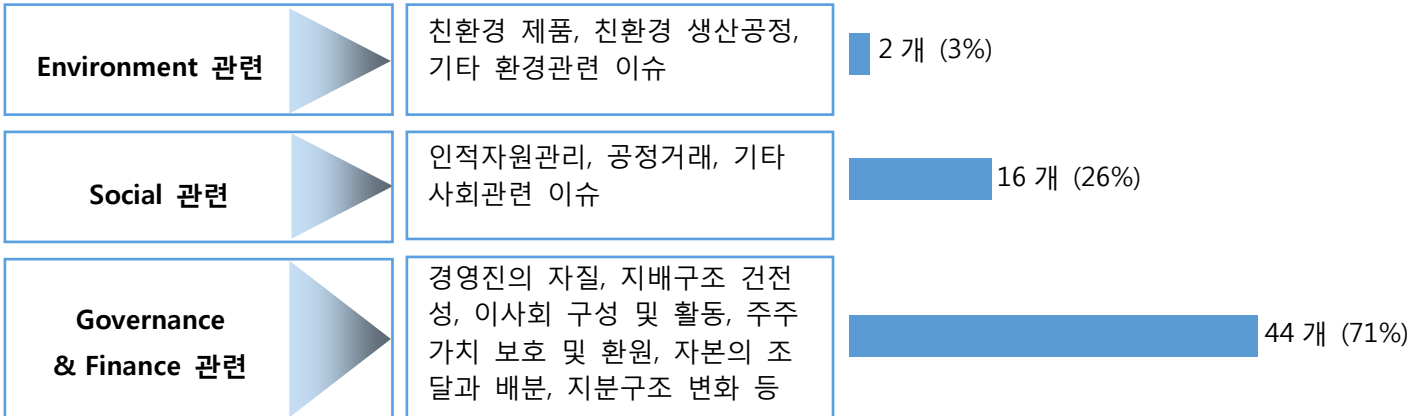
2018년 3분기(7월1일-9월 30일)

주요 사항 Brief

종목명	종목코드	3분기 주요 이슈
삼성전자	A005930	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 근로자의 산업안전 위협           <ul style="list-style-type: none"> <li>- 반도체 공장과 백화병의 연관성을 10년 넘게 인정하지 않던 삼성전자가 피해자 중심의 시민단체 '반물질'과의 총재언론 무조건 수용하기로 함</li> <li>- 기술사업장 내에서 아산화탄소 유출로 1명이 일시적 사망하고 2명이 피식불명에 빠짐</li> <li>- CCTV 공개 결과 구조로 인해 쓰러질 정도로 아산화탄소 농도가 높을에도 아무런 장비도 갖추지 않은 등 회사 측의 미흡한 대응이 있었던 것들 확인</li> </ul> </li> <li>■ 삼성전자서비스 노조와 해결책           <ul style="list-style-type: none"> <li>- 노조활동이 활발한 합작업체 기록관리 등 공격을 지시하고 보고받은 협회를 받은 이상훈 삼성전자 이사회 회장(당시 경영지원실장)에 대해 검찰이 청구한 구속영장이 각각 이의장을 포함 건 헌직 임직원 16명 등 노조와해 의혹 관련 총 32명을 기소</li> </ul> </li> </ul>
삼성그룹	삼성그룹	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 그룹 지배구조 정부 압박 및 법적 분쟁 등           <ul style="list-style-type: none"> <li>- 금융위가 금융그룹통합감독법 제정과 포함입법 과정을 동시에 추진하며 삼성생명이 보유한 15조원 가량의 삼성전자 주식을 대각도로 사실상 압박</li> <li>- 삼성물산의 자회사들이 매출의 상당 부분을 겨냥사 내부거래로 불리는 것과 관련 금융위가 한양프사</li> <li>- 삼성물산-계일모직 합병 관련 당시 삼성물산 지분 2.2%를 보유한 대이순테크홀딩가 정부를 상대로 투자자-국가 간 소송 출항 의향서를 제출하고 1880억원 상당의 피해보상을 요구</li> <li>- 국민연금기 내부 감사 결과 삼성물산-계일모직 합병 당시 활동된 시너지 산출 자료가 조작된 것을 확인하고 당시 보고서를 작성한 리서치팀장(현 주식운용실장)을 확인</li> </ul> </li> </ul>
NAVER	A035420	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 하루 만에 합병공시 철회           <ul style="list-style-type: none"> <li>- NIS포어 사업부문을 관련자회사인 네이버랩스에 흡수합병시킴다는 계획을 이사회 결의를 거쳐 공시까지 했다가 하루만에 반쪽</li> <li>- 거래소가 네이버에 대해 불성실공시법인 지정을 예고</li> </ul> </li> <li>■ 불공정거래로 공정위에 신고           <ul style="list-style-type: none"> <li>- 이베이코리아가 네이버를 공정위에 신고</li> <li>- 자회사인 네이버쇼핑의 상품을 독선 등 경쟁사 이베이의 상품에 비해 우선 노출한다는 것을 불공정거래법위로 지적</li> </ul> </li> </ul>

## 7. 주주관여 활동 내역

- 메리츠자산운용은 고객의 자산을 보호하기 위하여 의결권 행사 외에도 기업과의 대화, 공문 발송 등의 주주활동을 수행하고 있습니다.
- 『수탁자 책임 활동 수행에 관한 내부지침』에 의거하여 투자금액 상위 30개사, 총 62개의 이슈에 대해 우호적이고 비공식적인 주주관여 활동을 실시하였으며 그 중 11개 회사(37%)로부터 답변을 받았습니다. 이 과정에서 비재무 분야의 전문성을 보완하기 위해 독립적인 제3자 기관인 서스틴베스트의 주주관여 서비스를 활용하였습니다.
- 2018년 한해 동안 저희가 수행한 주주관여 활동의 분야별 구분은 아래와 같습니다.



## 8. 주요 주주관여 활동 사례

### SK머티리얼즈 (환경 및 사회 관련)

영주 공장 가스 누출 사고		ESGF	
주주활동일자	2018-08-17	답변회신일자	2018-10-15
주주활동 유형	서면 질의서 발송		
질의 내용	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 가스 누출 사고 관련 진정성 있는 사과와 재발방지를 약속했는데, 재발방지를 위한 어떤 방안을 마련할 계획인가?</li> <li>· 지역 경제에 어떤 방식으로 보상할 것인지?</li> </ul>		
기업측 답변	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 회사는 4/13 누출사고 이후 시청, 소방서, 환경청, 고용노동청 등 유관기관 및 인근 지역 주민대표, 시민단체 관계자와 합동으로 'SK머티리얼즈 화학사고 관련 안전대책단'을 구성하여 안전개선 대책을 수립/시행하였음.</li> <li>· 이 결과로 CCTV추가 설치, 가스감지기 추가 설치, 핫라인 추가 설치, 화학사고 발생시 주민행동요령 책자배포 등을 완료했고, 비상방재차량 추가 구매, 방음벽 연장 설치를 현재 진행 중임.</li> <li>· 사고 발생시설에 대한 유관기관의 사고조사 결과와 안전진단 결과를 토대로 WF6 1공장에 대한 안전개선 작업을 수행하였고, 이를 유관기관 및 주민대표/시민단체 관계자들에</li> </ul>		

	<p>계 직접 확인 절차를 수행하고 상세하게 설명함</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· WF6 1공장의 정상 가동 이후에도 회사는 설비 안전개선 및 SHE(안전/보건/환경) 관리 개선을 위한 TFT를 조직하여 영주 소공장에 대한 안전진단, 설비 개선 및 SHE 관리능력 제고에 지속적으로 힘쓰고 있음</li> <li>· SK머티리얼즈는 SK그룹의 계열회사로서 이해관계자의 행복추구와 기업의 사회적 책임을 다하고자 지속적으로 지역 내 사회공헌활동 등 사회적 가치를 제고하는 역할을 수행해오고 있으며, 앞으로도 이러한 사회적 가치 제고에 지속적으로 힘쓸 것임.</li> </ul>
애널리스트 의견	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 회사의 재발방지 방안에 대한 설명은 충분했고, 실제로 9월 16일 누출사고 대비 주민 대피훈련을 실시했음을 확인함. 또한, 회사의 반기보고서에 김충래 상무(미등기임원, SHE실장)를 사고 이후 신규 선임함을 확인할 수 있었는데, 사고 이후 이와 같은 인력의 확충은 매우 모범적인 사례라고 생각됨</li> </ul>

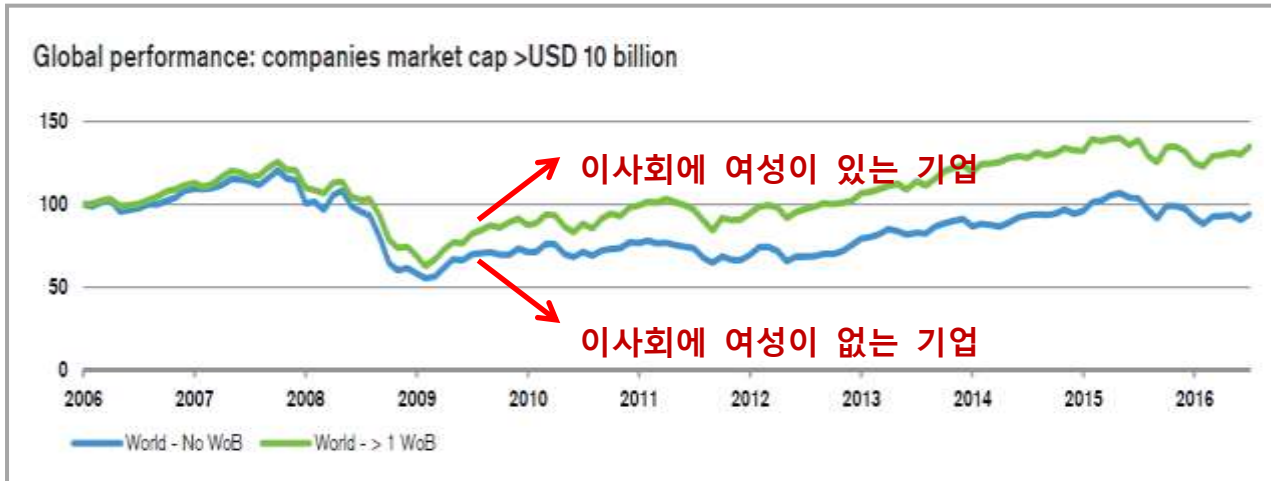
## 오스템임플란트 (재무 관련)

이익률 하락 원인과 개선방안		ESGF	
주주활동일자	2018-07-03	답변회신일자	2018-07-20
주주활동 유형	서면 질의서 발송		
질의 내용	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 2017년 전년대비 500여 명의 인력이 늘어나면서 인건비가 크게 증가하였음. 인력 총원의 목적이 무엇인가? 어떤 역할의 인력이 주로 늘어난 것인가?</li> <li>· 공시된 주요 원재료의 가격은 크게 늘지 않았고, 생산실적도 전년 대비 크게 늘지 않았는데 원재료 매입액은 크게 증가한 이유가 무엇인가? 일시적인 현상인가?</li> </ul>		
기업측 답변	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 2017년에 문의주신 대로 인원증가가 발생하였으며, 이는 1) 국내 연구개발 인력의 증가, 2) 해외 영업망 강화를 위한 인력 채용 때문입니다. 오스템임플란트(이하, 당사)는 현재 디지털 덴티스트리 등 미래 성장동력 확보를 위한 신제품/신사업을 준비하고 있으며, 이에 필요한 연구 개발 인력을 채용하였습니다. 아울러, 당사는 국내외에서 직판 위주의 영업 전략을 펼치고 있는바, 해외 영업력 강화를 위해 인재 확보 차원의 대규모 채용이 이뤄졌습니다.</li> <li>· 사업보고서 상의 원재료 매입액은 2016년 63.1억원, 2017년 76.6억원이었으며, 증가율은 21.4%로 일회성 요인을 제외한 17년도 매출액 증가율과 유사한 수준입니다. 그리고, 원재료 가격의 변동은 크지 않았으나, 생산실적은 미국생산본부의 생산실적이 크게 증가하였습니다.</li> </ul>		
애널리스트 의견	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 인건비 증가 및 원재료매입액 증가는 모두 타당한 근거가 있는 것으로 판단됨</li> <li>· 다만, 인건비 증가가 상당히 크다는 점에서 연구개발 인력 증가를 토대로 한 신제품 개발, 해외 영업인력 확대를 토대로 한 해외 매출 및 수익성 증대, 이 두 가지 사항을 향후 주의 깊게 모니터링해야 함</li> </ul>		



## 9. 메리츠 더 우먼 펀드

- 메리츠자산운용은 국내 최초의 여성친화기업 대상 투자 펀드인 메리츠 더 우먼 펀드를 2018년 11월 론칭 하였습니다.
- 동 펀드는 국내외 가족 친화, 여성의 경제적 참여 확대에 적극적으로 기여하는 기업들 중 펀더멘털이 강한 기업을 선별하여 장기 투자함으로써 높아진 기업가치를 통해 장기 초과수익을 추구하고자 합니다.
- 해외 사례를 보면, 펀더멘털이 강한 기업 중 여성 경영진/이사회 비율이 높을수록 더 높은 ROE, 주가수익률을 보입니다. 당사는 서스틴베스트의 평가모형에 기반하여 여성친화기업을 선별하여 장기 투자하고, 지속적으로 국내 기업들로 하여금 여성친화적인 기업문화를 만들어 나가도록 장려합니다.



Source: Credit Suisse

## 10. 맺음말

2018년 한해 동안의 주주총회에서 저희 메리츠자산운용은 최선을 다해 주주(수익자)의 이익과 권리를 지키기 위해 노력하였으며, 객관적인 분석과 당사의 투자철학을 바탕으로 적극적으로 의결권 행사 및 주주참여 활동을 수행하였습니다. 2019년 또한 많은 기업들이 크고 작은 계획들을 세우고 의안을 상정할 것이며 여러 ESG 이슈에 노출될 것으로 예상되는 가운데 저희는 일관된 원칙을 바탕으로 주주의 권리를 지키는데 최선을 다하겠습니다.

## 첨부1. 외부 전문기관 소개

- 당사는 코드의 도입과 더불어 코드의 이행에 있어서도 전문성과 독립성을 확보하기 위해 독립적인 제3자 기관인 서스틴베스트를 활용하고 있습니다.
- 서스틴베스트는 국내 최대 규모의 ESG 리서치 자문 및 의안분석 서비스 제공사로 수탁자 책임 활동에 대한 전문성을 보유하고 있습니다.
- 또한 2017년 9월 29일 스투어드십 코드를 도입하였으며, 소유 구조상 독립성을 담보할 수 있는 기관입니다.

# SUSTINVEST

### 주주 구성

주주	지분율
대표이사	68.9%
연구원	17.7%
부사장	10.6%
연구소장	2.0%
감사	0.9%

### 사업분야

ESG 평가 및 리서치  
 책임투자 컨설팅 서비스  
 -평가 모델 개발 지원  
 -전략 개발 지원

지수 개발

스튜어드십 코드 컨설팅 서비스  
 -스튜어드십 코드 제정 서비스  
 -의결권 컨설팅 서비스  
 -모니터링/주주관여 대행 서비스

Engagement Fund 컨설팅 서비스

### 주요 고객

공적 연기금

기관투자자

정부기관, 언론사,  
 학계 등