



ESG & Transition

더 센 것들 : ② 노란봉투법과 주주행동주의

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

글로벌 행동주의는 이제 단순한 배당 확대 요구를 넘어 ESG 리스크 관리를 주요 의제로 삼고 있습니다. 선코어 에너지 (캐나다)와 안도 하자마 (일본) 사례에서 보듯, 안전 실적 부진이나 경영진의 안전 불감증은 행동주의 펀드의 공격 빌미가 됩니다. 이사회 개편, 경영진 교체, 전략적 사업 구조 분할, 그리고 안전 실적 개선 요구 등을 통해 기업가치 제고를 시도합니다. 노란봉투법과 중대재해처벌법은 우리나라에서도 주주행동주의의 새로운 영역으로 충분히 확대될 수 있습니다.

주주행동주의 패러다임, '근로자 안전'까지 확대

노란봉투법이 원청 책임을 확대하고, 중대재해처벌법이 경영진을 형사 처벌 대상으로 만들면서, 안전 리스크는 주주가치를 직접 훼손하는 재무 리스크로 전환됨. 반복적인 중대재해와 산업재해를 겪은 기업들은 행동주의 타겟이 될 가능성 ↑

원청 책임 확대는 주주행동주의에게 새로운 포인트를 제공

① 안도 하자마(Hazama Ando, 일본) vs 오아시스

✓기간: 2020.5-2023.10 (40.66%수익률 기록)

✓핵심 요구:

- 자본환원(자사주 매입) 확대 요구, 안전 이슈 주주제안, 이사회 개편, 산업안전 관련 정관 명문화, 이사회 독립성, ESG 강화 요구
(Hazama Ando, UN Global Compact 가입 완료)

② 선코어 에너지(Suncor Energy, 캐나다) vs 엘리엇

✓기간: 2022.04~2023.04 (31.56% 수익률 기록)

✓원인: '14년 이후 12건의 중대 사망사고 발생, 경영진 책임론이 대두

12건 사망사고→영업이익 감소→EBITDA 11.3% 하락, 동종사 대비 PER 26% 디스카운트 → 경영진 퇴임 요구

✓핵심 요구:

- 안전경영 현장 개정, 이사회 개편·경영진 교체/자본환원확대, 잉여현금 흐름 75% 주주환원 약속, 안전 CAPEX 확대
- 3.4% 지분으로 이사회 개편, 신규 독립이사 선임 요구

안도 하자마(Hazama Ando) vs 오아시스

일본 건설 대기업 안도 하자마, 행동주의 펀드 오아시스가 자본 환원 요구와 함께 건강·안전 등 ESG 요인을 정관에 명문화하며 지배구조 개선을 유도

일본 건설 대기업 안도 하자마(Hazama Ando, 1719 JP Equity)를 겨냥한 오아시스의 행동주의 캠페인은 안전 리스크 관리 실패와 미흡한 지배구조라는 두 가지 문제에서 출발했다. 일본 건설업의 고유한 산업재해 리스크를 고려하면서 자본 효율성 개선과 ESG 역량 강화라는 두 목표를 동시에 추구했다. 오아시스는 2020년 5월 13일부터 2023년 10월 2일까지 약 3년 반 동안 주주들을 대상으로 두 가지 핵심 요구를 제시했다.

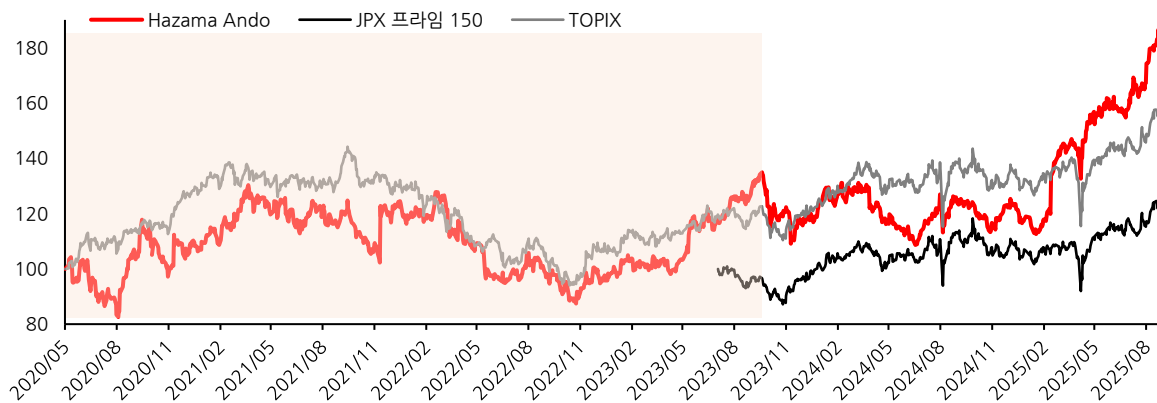
1) 자사주 매입/소각 요구

2) 사회적 책임(Social)의 일환으로 건강, 안전경영 관련 조항을 정관에 명문화하고, 내부 회계, 준법통제 및 ESG관련 시스템 보완, 사외이사 비중 확대, 기 경영진 중심 구조에서 외부 전문가(특히 안전·산업 분야)에 기반한 이사진 구성 강화

오아시스는 캠페인 기간 중 최대 5.7%의 지분을 확보하며 실질적인 영향력을 행사했다. 캠페인 시작 시점부터 종료 시점까지 안도 하자마 주가는 40.7%라는 놀라운 수익률을 기록하며 기업가치가 크게 상승했다. 이는 행동주의 펀드의 요구가 단기적인 주가 부양을 넘어, 기업의 ESG 및 자본정책에 대한 구조적 변화를 이끌어내고 궁극적으로 시장의 신뢰와 긍정적 평가를 유도했음을 명확히 보여준다.

안도 하자마 사례는 자본시장에서 행동주의와 ESG가 결합될 때, 기업의 지배구조와 운영 방식이 혁신되고 장기적인 주주가치 제고로 이어질 수 있다는 시사점을 제공한다.

[그림1] 안도 하자마 캠페인(2020.5-2023.10) 성과 → 40.66%수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 오아시스, 안도 하자마 AGM 2 가지 주주제안 제출(2020년 5월)

- Oasis has submitted two proposals to Hazama Ando for upcoming June AGM
- Oasis recommends a 9.98% share buyback, enhanced health and safety management provisions
- Shareholders should vote for the Oasis proposals to protect corporate value and improve corporate governance

For more information, please see: <https://hazamaandocorp.gov.com>

HONG KONG & TOKYO--(BUSINESS WIRE)--Oasis Management Company Ltd. ("Oasis") is the manager to funds that are one of the largest minority shareholders of Hazama Ando Corporation ("Hazama Ando", "Hazama" or the "Company") (1719 JP), and has submitted two shareholder proposals for the Company's annual general shareholders meeting ("AGM") in June aimed at improving corporate governance and value.

Hazama Ando is on the brink of repeating the same mistakes that led to the restructuring of its predecessor entity, Hazama Corporation, in 2003 after incurring significant losses in real estate investments. Shareholders must act quickly to prevent Hazama's destructive plan to invest ¥100 billion of excess cash in real estate. Shareholders must unite to stop Hazama's management from risking the future of the Company once again.

In order to protect Hazama Ando's future and corporate value for all stakeholders, Oasis has submitted two shareholder proposals, and urges the Company to:

1. Implement a 9.98% share buyback; and
2. Add health and safety management provisions to the Articles of Incorporation.

Oasis urges all shareholders who care about Hazama's future and corporate value to vote FOR these proposals at the upcoming AGM.

Hazama Ando is a great company but has been rocked by a history of work safety accidents and scandals, including fires, fatalities, underreporting income, as well as poor capital allocation. The Company trades at a normalized PE adjusted for cash of just 1.1x and we believe has an upside of over 140%.

In Hazama's revised Medium-Term Business Plan published in February 2020, the Company announced new plans to invest ¥100 billion -- representing approximately 73% of Hazama's net assets and 77% of its market capitalization -- in real estate and power projects. These are low-return, high-risk businesses in which Hazama has little expertise, and a history that led not only to significant losses and restructuring, but also the ultimate dismissal of over 1,000 employees. It is imperative that shareholders act now to prevent Hazama from taking this misstep, before it is too late.

- 자사주 매입(9.98%)
- 정관에 건강 및 안전 관리 조항 추가

- 안도, 화재, 사망사고, 부실한 자본배분 등 산업안전 사고와 스캔들로 PER1.1, 향후 140% 상승 여력이 있다고 판단

- '20년 2월, 부동산 관련 사업에 1,000억엔(순자산의 약 73%, 시총의 77%) 투자 결과 구조조정, 1,000명 이상의 직원 해고

자료: Oasis, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 오아시스의 요구사항, 안도 하자마의 중장기 경영-ESG 전략과 지배구조 개편 로드맵에 상당 부분 반영

		数値指標	重点施策
環境 Environment 오아시스 요구 안전, 사회 책임 강화 인적자본 가치 강화 등	脱炭素社会の実現に貢献	2030年度GHG排出量(2017年度比) Scope1+2 55%以上削減 Scope3 33%以上削減 再エネ事業開発規模 80 MW (当社持分換算)	・2050年カーボンニュートラル実現に向け、1.5℃シナリオに見直し 2025年断面でscope1+2 34%以上削減、scope3 21%以上削減 ・TCFDフレームワークへの対応継続、CDP評価ランクアップに向けた取組推進 ・創エネの促進(3-3-1-05 参照)と省エネ技術の展開(3-3-1-02, 04, 07 参照)で、 当社、お客様の事業活動、社会全体の脱炭素化に貢献
	인적자본 가치 향상	人財投資(人財投資/総売上比) (前년대비 55% 증액)	・人財投資の推進(人財投資/総売上比の向上、働き方改革、 初任給改善、教育 制度 見直し、研修 制度 見直し等)
사회 Society 오아시스 요구 사외이사 확대 다양성 및 독립성 강조 ESG 내재화, 리스크 관리 등	인권 대응	教育研修受講率 100%	・人権方針に基づくサプライチェーンを含めた教育・研修の充実
	地方創生	3件以上 (3か年累計)	・地域の抱える課題解決に向けて脱炭素化、雇用創出などをはじめる地域の魅力を 高める新たなソリューションの提供事業を推進
企業統治 Governance 오아시스 요구 다양성 및 독립성 강조 ESG 내재화, 리스크 관리 등	감사위원회 설치 등	사외이사 중 여성비율 30% 이상	・取締役会の監督機能の強化によるコーポレート・ガバナンスのさらなる充実 ・経営意思の決定迅速化による業務執行の機敏性の向上
	지속가능위원회	4회 이상 개최 ESG 경영을推進	・이사회 자문기관, 인권 과제 도출, 인권 DD를 위한 체제 정비 및 실천 및 공개
	정책保有株式의 縮減	・資本の効率性や取引先企業との関係維持・強化の観点から経済合理性および保有意義を検証し、企業価値の向上に繋がると 判断できる場合を除き、上場株式を縮減していく方針	

자료: 안도 하자마, 한화투자증권 리서치센터

선코어 에너지(Suncor Energy) vs 엘리엇

행동주의 시작 배경
: ① 안전 리스크 관리
실패와 재무 성과 악화

② 미흡한 지배구조와
시장 저평가

엘리엇의 주주제안

회사의 수용 및 이행

주가 성과

선코어 에너지에 대한 행동주의 투자는 안전 리스크 관리 실패와 미흡한 지배구조라는 두 가지 문제에서 비롯됐다.

- (안전 리스크 관리 실패) '14년 이후 12건의 사망사고를 포함한 반복적인 중대재해는 Suncor의 기업 신뢰도를 떨어뜨리고, 직원 사기를 저하. 대규모 손해보험료 부담으로 이어져 영업이익과 EBITDA하락에 영향을 미침
- (미흡한 지배구조) 이사회와 경영진이 뚜렷한 혁신책을 내놓지 못했고, 주주환원·배당 등 자본관리 정책 역시 경쟁사 대비 소극적. PER 26%디스카운트

1) 이사회 개편 및 경영진 교체 요구 : 기존 이사진과 경영진의 교체, 외부 전문가(특히 안전/ESG 분야)를 중심으로 한 이사회 재구성 요구

2) 주주환원 및 자본 효율성 강화 : 적극적인 자사주 매입과 배당, 비핵심 사업 매각 등

3) 안전관리 강화 : 안전 관련 예산 확대, 최신 안전시스템(충돌방지·피로감지 등)의 도입, 하청업체까지 포함한 안전관리 체계 전면 재구축 요구

4) 기업 미래 전략의 재검토 : 전체 사업 포트폴리오에 대한 전략적 옵션(사업 분할, 구조조정 등) 검토를 위한 특별 위원회 설치 등

1) 이사회 개편 및 경영진 교체 요구 : 2022년 7월 이사 3명을 신규 선임. 신규 이사는 '안전' 및 '리스크 관리' 전문가 위주로 구성. 기존 CEO 사임 후 전 엑슨모빌 임원인 리치 크루거(Rich Kruger)를 새로운 CEO로 임명. 크루거 재임 이후 선코어 에너지의 안전 기록과 경영성고가 향상되어, 엘리엇은 투자 규모를 2배 증액

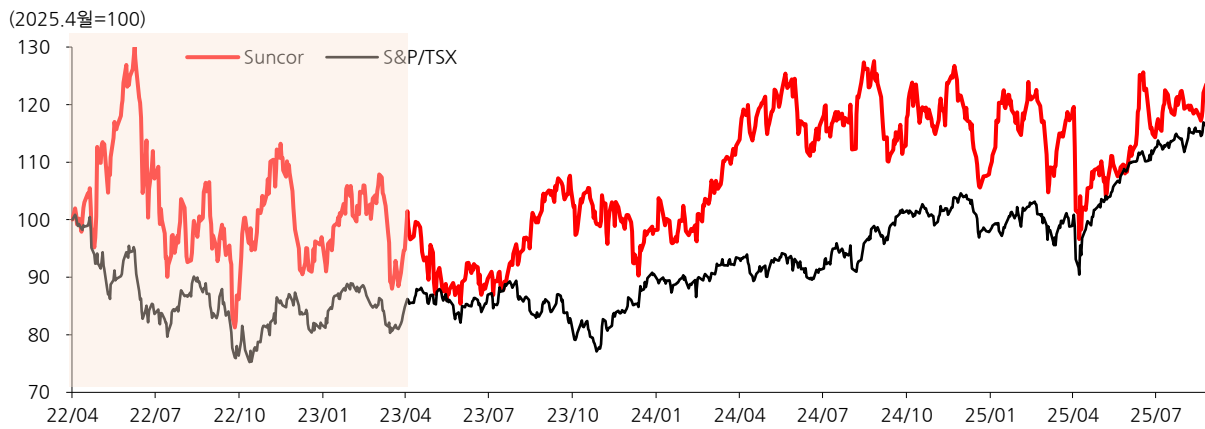
2) 주주환원 및 자본 효율성 강화 : 자사주 매입 확대, 분기 배당 인상 등으로 자본효율 개선을 시작, 비핵심 자산 매각 등으로 신규 투자재원을 마련

3) 안전관리 강화 : 사고 집중 지역(광산, 정유플랜트 등)에 컨설팅과 독립안전진단 실시. 18~24개월 내 전 사업장에 첨단 안전설비 도입. 하청업체 관리계획도 전면 재정비

4) ESG-리스크 공시 강화 : 연례보고서와 IR 세션에서 안전지표, 개선계획, 실행 현황, ESG 관련 정보를 투명하게 공개했고, 투자자 커뮤니케이션을 전향적으로 수행

엘리엇이 공개서한을 발송한 '22년 4월 이후, 경영진 교체, 안전체계 혁신, 적극적 자본 환원 등이 진행되면서 주가는 약 31.6% 상승하였고, 중대/사망건수도 현저히 감소

[그림4] 선코어 에너지 캠페인(2022.04~2023.04) 성과



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 엘리엇, 선코어 에너지 이사회에 보낸 서한(2022.4월) → Restore Suncor 플랜 하에 가치 향상을 위한 5 가지 주주제안 요구

Calls for Board Enhancement, along with Strategic and Management Review

Sees \$30 Billion Value Creation Opportunity, a Potential Share-Price Increase of 50% or More

Full Letter and Presentation Available at RestoreSuncor.com

WEST PALM BEACH, Fla., April 28, 2022 /PRNewswire/ -- Elliott Investment Management L.P. ("Elliott"), which manages funds that have made an investment representing approximately a 3.4% economic interest in Suncor Energy Inc. (NYSE:[SU](#)) (the "Company" or "Suncor"),¹ today sent a letter and presentation to the Board of Directors of Suncor. According to the letter, the purpose of the materials is to outline the right path forward to restore Suncor to its role as a leader of the Canadian energy industry.

Suncor has seen a decline in the exceptional performance that was formerly its hallmark, the letter said, which has led to, among other things, missed production goals, high costs, and safety failures. In particular, shareholders have seen their investment lag behind nearly all large-cap North American oil and gas companies, as Suncor's share price has remained virtually unchanged since early 2019, even as oil prices have climbed to their highest level in almost a decade.

To deliver improved results and restore the confidence that has been lost, Elliott believes the Company must pursue the critical steps detailed in its Restore Suncor plan, including:

- **Board Enhancements:** Add five new independent directors with deep expertise in the Canadian energy industry to refresh governance and oversee the necessary change.
- **Management Review:** An objective review of Suncor's executive leadership by the refreshed board will ensure the right management is in place to deliver excellence in operating and safety performance.
- **Operations:** Overhaul the Company's operational and safety culture, which is critical if Suncor is to regain its place as a top performer. Deliver on the long-promised \$2 billion cash flow improvement plan.
- **Enhanced Capital Return:** Increase capital returns from 50% to 80%+ of discretionary cash flow after capex and dividends to provide Suncor's shareholders an industry leading annual cash return yield.
- **Strategic Review:** Explore opportunities to unlock the value of high-multiple assets outside of core Oil Sands business, including a strategic review of retail.

- 이사회 개편
- 경영진 평가 및 교체
- 운영 및 안전 문화 확산
- 자본 환원 정책 강화(잉여현금흐름의 80% 이상 주주환원)
- 사업 포트폴리오 전략 검토

Through realizing the Company's full potential, Elliott believes that the Board can unlock more than \$30 billion in value for shareholders, a potential increase of 50% or more from today. Elliott looks forward to engaging with the Board, along with fellow shareholders, as soon as possible.

자료: PR Newswire, 한화투자증권 리서치센터

시사점

반복적인 중대재해와 산업재해 사망사고를 겪은 기업은 행동주의 투자자들의 새로운 공격 대상이 될 수 있다. 반복되는 안전관리 실패는 재무적 가치 훼손뿐만 아니라, 경영진과 이사회에 무능력함을 드러내며 주주들의 불만을 야기한다.

특히, 지난 5년간 다수의 사망사고가 발생하여 언론이나 공공 데이터에 자주 노출된 업종은 건설사와 철강·운송·화학·조선업 등이다. 기업이 대규모 현금흐름에도 불구하고 낮은 배당, 소극적인 주주환원 정책을 유지하고, 사외이사 독립성이 미흡하며, 반복적인 안전 리스크로 ESG 평가에서 감점을 받는다면 행동주의 펀드의 최우선 타겟이 될 가능성이 높다.

[그림6] 중대재해 및 산업재해 다발 기업



자료: 지자체, 고용노동부, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 환경 법규 위반 사례가 다수 발생한 기업

그룹	소속회사						
환경 리스크	환경 리스크	리스크점수 (횟수*강도)	처벌수준별 위반횟수 Total	lev1	lev2	lev3	주요내용
■■■	■■■	-8	7	6	1	-	대기환경보전법 제84조, 배출시설 가지배광 설치(의석) 조업정지 10일 고압가스안전관리법 제11조 제5항 위반(20만원 부과)
	■■■	-0.5	1	1	-	-	대기환경보전법 제31조(배출시설과 방지시설의 운영)의 2항
	■■■	0.5	1	1	-	-	제32조 위반 설의 성능이 폐수배출시설 또는 방지시설의 결함·고장 또는 운전미숙 등으로 배출허용기준
	■■■	-7	14	14	-	-	폐기물 1건, 소음진동 12건) 제1.8) 대기환경보전법 제43조(비산먼지의 규제) 위반(실수조치 운영 미 제21.4) 폐기물 보관기준 및 방법 위반(20만원 부과)
	■■■	-1	2	2	-	-	소음진동관리법 제61조 소음저감대책 미이행(20만원 부과)
■■■	■■■	-6	3	2	1		화학물질관리법 제28조 제2항 위반(벌금 1,000만원) 등 대기오염물질 측정대행업체와 공모, 측정하지 않고 기록부를 작성하거나 측정값보다 낮은 가짜 유관기관에 제출, 공무원의 업무집행 방해 혐의(직원 2인 각 700만원 등) 대기환경보전법 부식/마모로 인한 오염물질이 새나가는 배출시설 방지 토양환경보전법 제4조의2(토양오염의 우려기준)의거 토양오염 방지 조치명령 이행
	■■■	-1.5	3	3	-	-	제4) 지적사항에 대한 개선완료 및 환경시험검사법 및 법령준수 제1) 공장, 물환경보전법 제38조제3항에 따른 폐수배출시설 및 방지시설의 운영에 관한 비지정으로 기록하거나 보존·비지하지 아니한 경우 제1) 사업장 대기환경보전법 제23조(배출시설의 설치 허가 및 신고)의 2항 또는 23조 3항

주: 리스크 = 발생가능성(Pof)* 심각성(최근 3년간 법규위반 내역 중 사건 빈도, 영향력)

자료: 지자체, 고용노동부, 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.
