



기관투자자의 주주권 행사와 기업가치 제고

2018. 9. 4.

선임연구위원 송 홍 선

스튜어드십코드, 누가 도입하나

- Engagement, 나라별 ownership structure와 관계 없이 글로벌 투자전략으로 발전
 - › 확산 방향: 금융위기 직후 소유분산국가 선 도입 후 소유집중국가로 확산 추세
 - Engagement는 D. Walker가 소유분산국가의 금융위기 예방을 위한 정책수단으로 제안
 - › 대리인문제(경영자주의, 대주주전횡) 완화 통한 기업 장기가치 제고 수단으로 engagement 인식
- 나라별 Governance model과 관계없이 다양한 이해관계자들로부터 광범위한 지지
 - › Engagement는 Shareholder model과 Stakeholder model의 이해가 일치하는 점점
 - › Conference Board(2018), 기업 장기가치 관점에서 두 지배구조모델은 NOT exclusive

기업 소유구조와 스튜어드십코드

| | 스튜어드십코드 도입국가 |
|--------|---|
| 소유분산국가 | 영국, 호주, 미국 |
| 소유집중국가 | 일본, 독일, 핀란드, 이탈리아, 네덜란드, 스위스, 덴마크, 남아공, 한국, 캐나다, 싱가포르 |

기업 지배구조와 스튜어드십코드

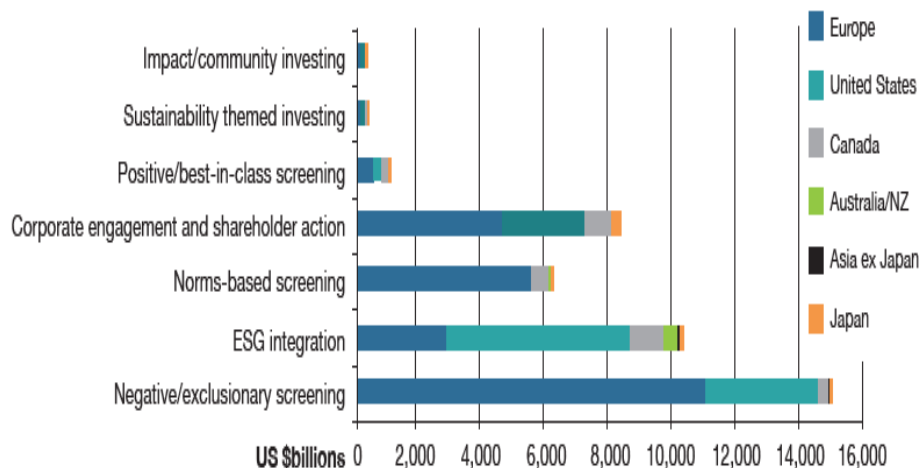
| | 스튜어드십코드 도입국가 |
|------------|--|
| 단일이사회 국가 | 영국, 호주, 미국, 한국, 캐나다, 싱가포르 |
| 복수이사회 허용국가 | 일본, 독일, 핀란드, 이탈리아, 네덜란드, 스위스, 덴마크, 남아공 |

주 : EU국가는 근로자대표를 이사회에 참여하도록 하는 규제가 있으며, 주로 복수이사회를 채택
 자료: OECD(2017), 자본시장연구원(2017) 재구성

스튜어드십코드, 왜 도입하나

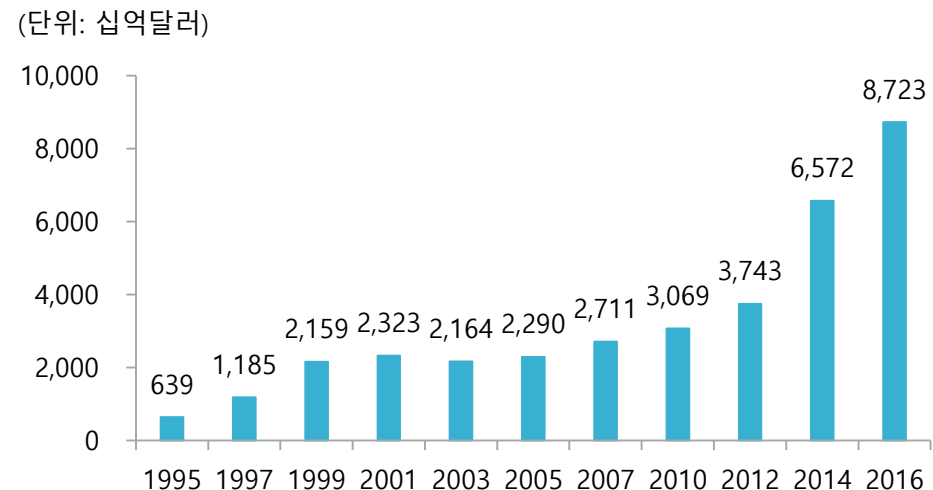
- 스튜어드십코드는 engagement에 관한 comply or explain 방식의 연성규범
 - › Engagement는 영향력(voice)이 아니라 건설적 대화(communication)이며 ESG 투자전략의 한 유형
- 제도 요인
 - › 금융위기 이후 장기투자자로서 기관투자자의 역할 강조(OECD, David Walker)
 - › Dodd-Frank Act, 지배구조 개혁(브로커 voting 금지, Say-on-Pay, proxy access 등)
 - › ERISA, ESG 요소를 수탁자책임 영역으로 포섭
- 시장 요인
 - › Factor investing 일환으로 ESG Index 본격 개발(2017년 MSCI ESG 지수 추종자금 980억 USD)
 - › DC 연금과 인덱스펀드 성장 따른 Asset manager로의 의결권 집중

글로벌 책임투자과 engagement 전략



주 : 2016년 기준
자료: GSIA

미국 책임투자 AUM 추이

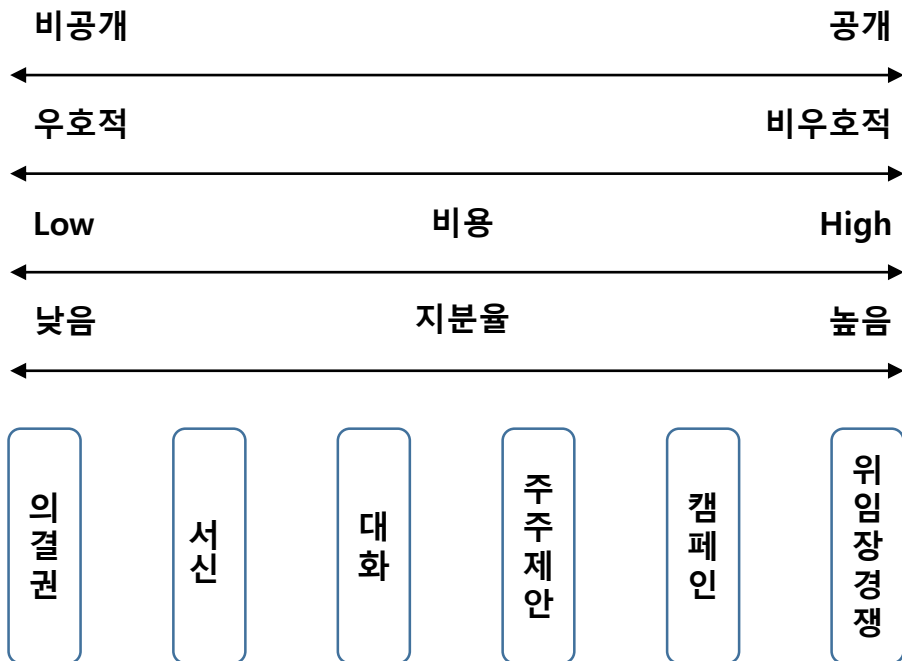


자료: USSIF

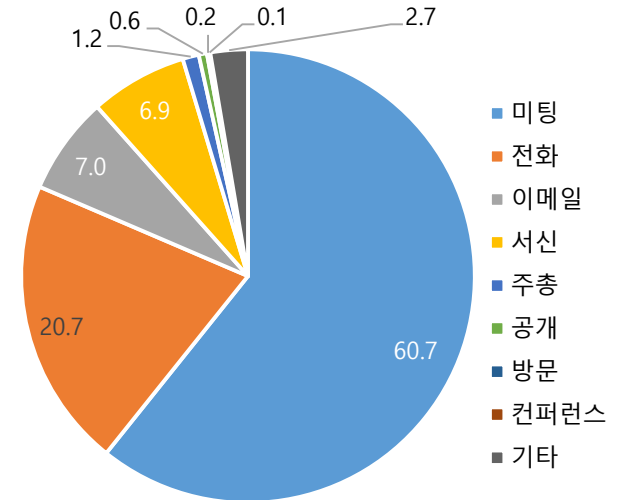
Engagement 전략: 실제(1)

- 기관투자자와 회사 모두 주주제안(법률행위) 보다 사적 대화 선호
 - › 주주제안은 사적 대화 성공을 위한 지렛대 역할(Levit, 2018)
- Engagement의 80% 이상이 사적 미팅과 전화(Hoepner et al., 2018)
 - › 기관투자자의 engagement 상대는 경영진 → 이사회 → 이사회 의장 순임
 - 지배구조(G) 이슈는 주로 이사회, 환경사회(ES) 이슈는 경영진이 대화의 상대
 - Engagement의 지속기간(회사의 의제 인지, 수용 후 조치까지 기간)은 평균 34개월

주주권 행사 수단 스펙트럼



Engagement : A 기관투자자 사례



주 : 데이터는 영국 전통기관투자자 A 의 prop. Data 2927건 기준
 자료: Hoepner, Andreas G. F. and Oikonomou, Ioannis and Sautner, Zacharias and Starks, Laura T. and Zhou, Xiaoyan (2018, AFA 2018 paper)

Engagement 전략: 실제(2)

○ 반대투표 → 사적 대화 → 주총찬반공개 → 주주제안 순(McCahery et al., 2016)

Engagement 전략: 118개 기관투자자 서베이 결과

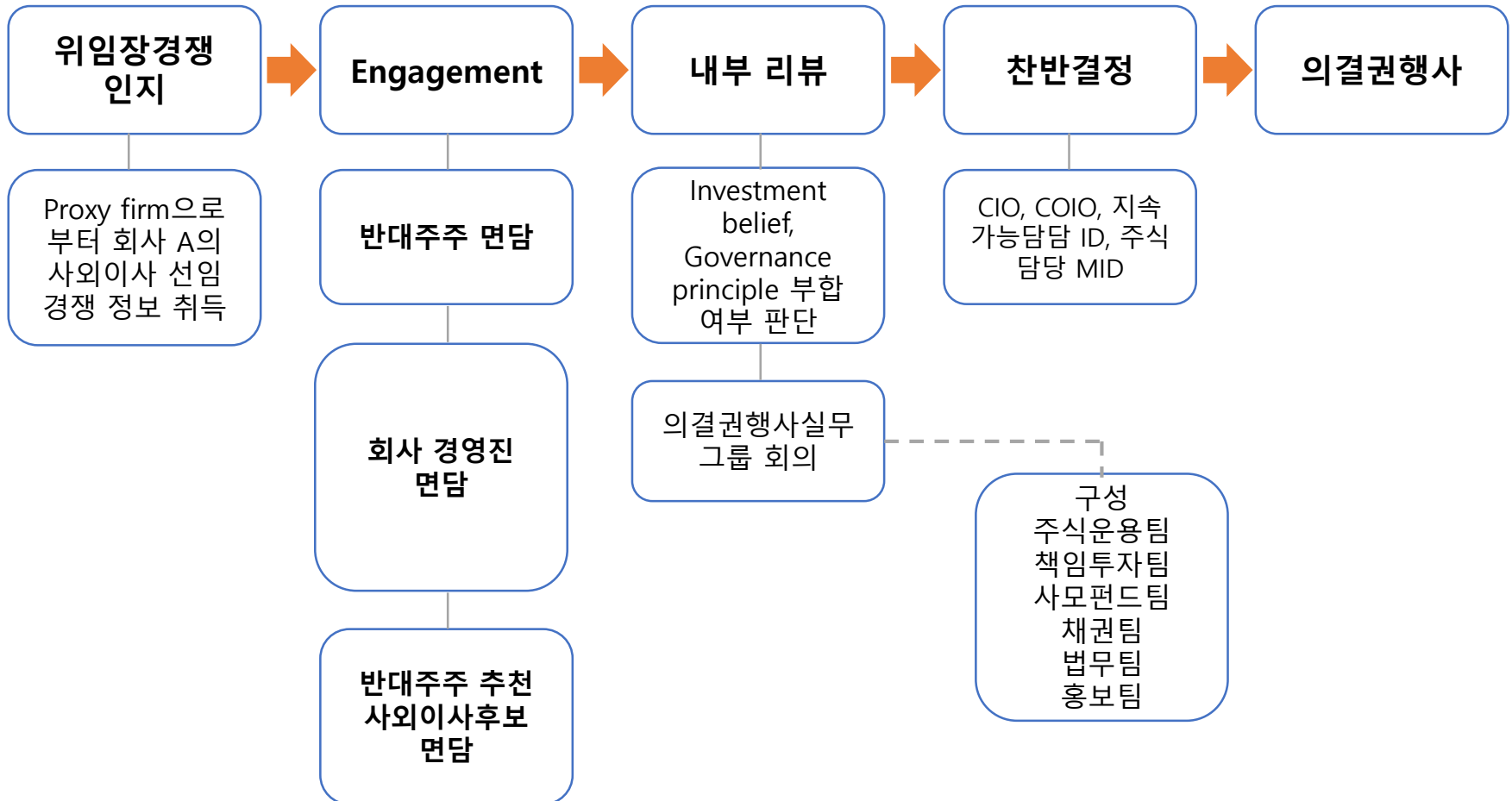
| | 전체 기관 | 헤지펀드 | 보험 | 뮤추얼펀드 | 연기금 |
|---------------------|-------|------|-----|-------|-----|
| 주총 반대투표 | 66% | 75% | 57% | 67% | 0% |
| 주총 반대발언 (speech) | 19% | 25% | 14% | 20% | 17% |
| 주주제안 | 20% | 50% | 14% | 21% | 17% |
| 경영이사회 대화 | 55% | 75% | 29% | 59% | 33% |
| 감독이사회 대화 | 22% | 75% | 14% | 21% | 17% |
| Public criticism | 11% | 25% | 14% | 10% | 0% |
| 주총 찬반 공개 | 21% | 50% | 14% | 23% | 0% |
| 법적 조치 | 12% | 50% | 0% | 7% | 17% |

주 : 서베이 응답 118개 유럽과 미국 기관투자자 기준

자료: McCahery, Joseph A. & Zacharias Sautner & Laura T. Starks(2016, JOF)

Engagement 절차: 예시

Engagement Flow 예시: 캘퍼스의 사외이사 선임 위임장경쟁 의결

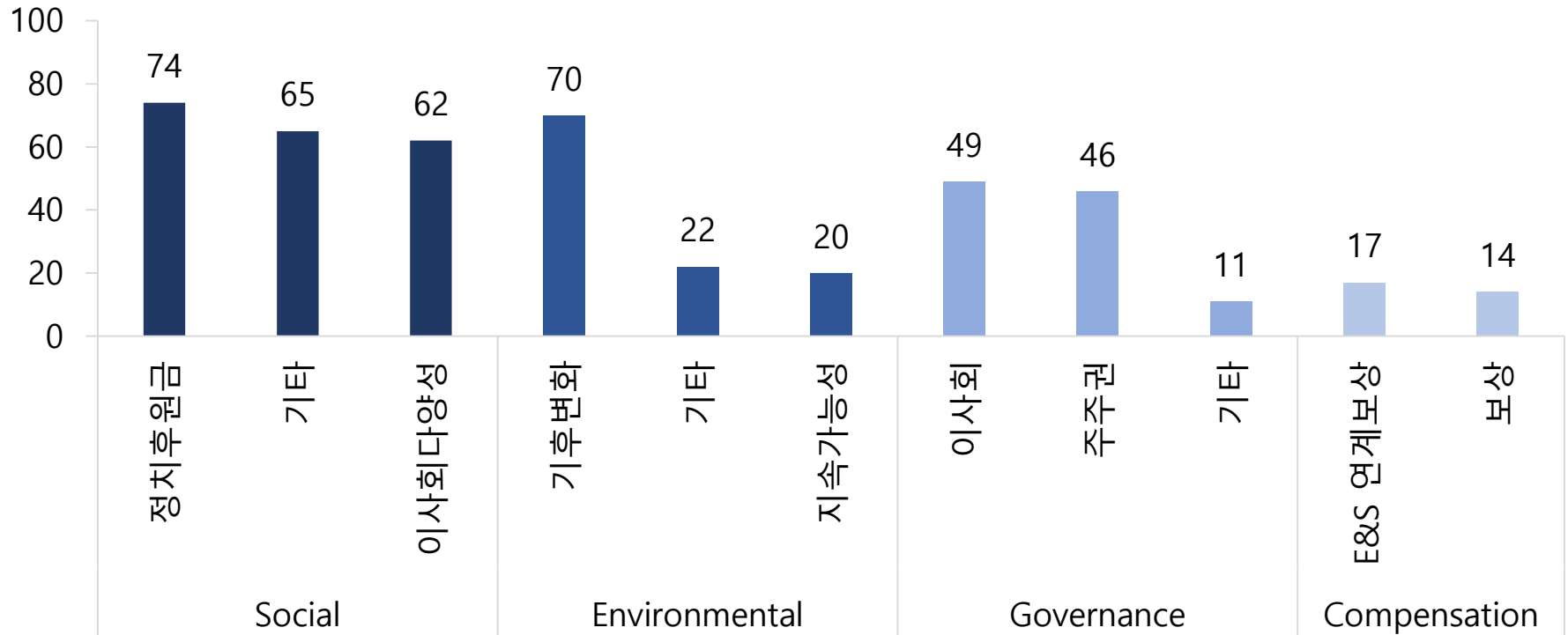


주 : 회사 A의 이사 후보로 경영자 추천 후보와 반대주주 B가 추천한 후보가 경쟁하는 상황을 예시
자료: 캘퍼스

주주제안 의제: 트렌드

- 환경(E), 사회(S) 이슈가 지배구조(G) 이슈보다 더 많음
 - ▶ 최근 Harassment allegation, 이사회 다양성, gender pay equity, cybersecurity, CEO pay ratio 등에 대한 기관투자자의 관심과 주주제안 증가

2018년 주주제안 의제(건수, Russell 3000 기업)



Engagement 성과: 성공률

- 전체 성공률은 17.8%이며 ES보다 G 의제의 성공률이 높음(Dimson et al., 2015)
 - › 성공률이란 기관투자자가 요구한 의제 중에서 해당 기업이 수용하고 correction한 의제 비율
 - › 기관투자자가 engagement 성공 경험이 있고 collaboration 할수록 성공확률이 높음

기관투자자 engagement 성공률

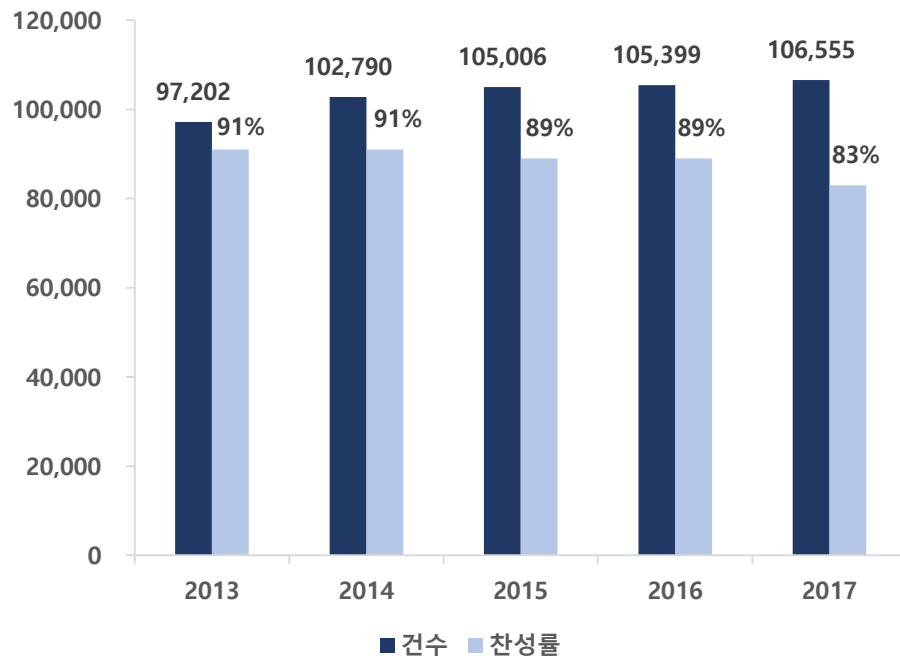
| | 전체 ESG 의제 | 지배구조(G) | 환경사회(ES) |
|---------------------|-----------|---------|----------|
| 전체 | 17.8 | 24.2 | 13.1 |
| One-time | 11.7 | 17.3 | 7.6 |
| Repeated | 27.3 | 36.0 | 21.4 |
| Multiple | 10.7 | 17.9 | 8.6 |
| Focused | 23.0 | 26.1 | 19.0 |
| W/O success history | 13.5 | 20.2 | 7.6 |
| W success history | 24.3 | 32.8 | 19.9 |
| W/O collaboration | 11.0 | 19.2 | 2.8 |
| W collaboration | 32.8 | 47.2 | 28.3 |

주 : 미국 613개 상장회사 대상 1999-2009년 engagement 관련 proprietary data
자료: Dimson, Elroy & Oğuzhan Karakaş & Xi Li.(2015, JFS)

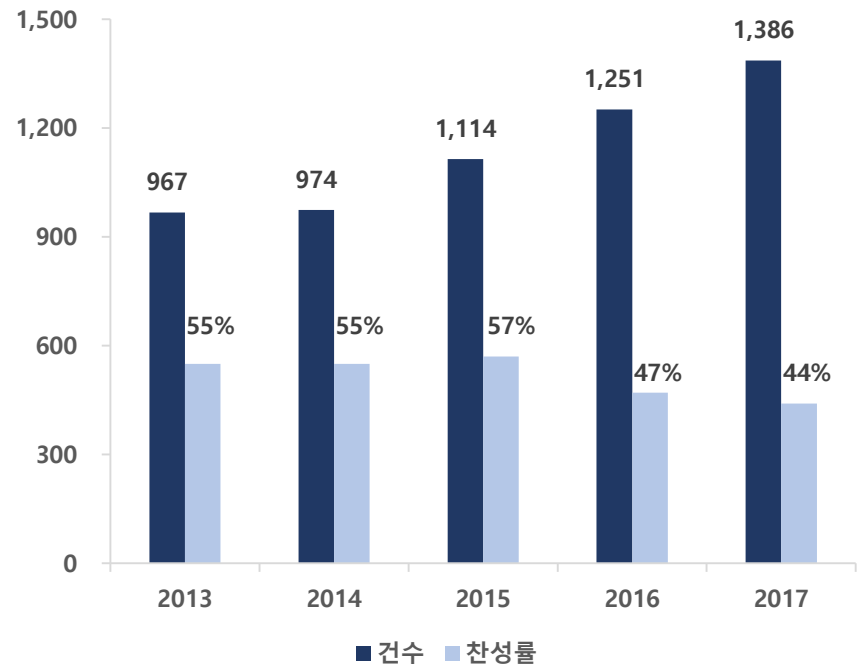
Engagement 성과: 주주제안 주총 지지율

- 건수 기준, 주주제안 건수는 경영자제안 건수의 1% 수준
 - › 미국 기업에 대한 주주제안 건수가 전체의 36% 수준
- 경영자제안 지지율은 80~90% 수준이나 주주제안 지지율은 40~50% 내외

글로벌 경영자제안 건수와 주총 지지율



글로벌 주주제안 건수와 주총 지지율

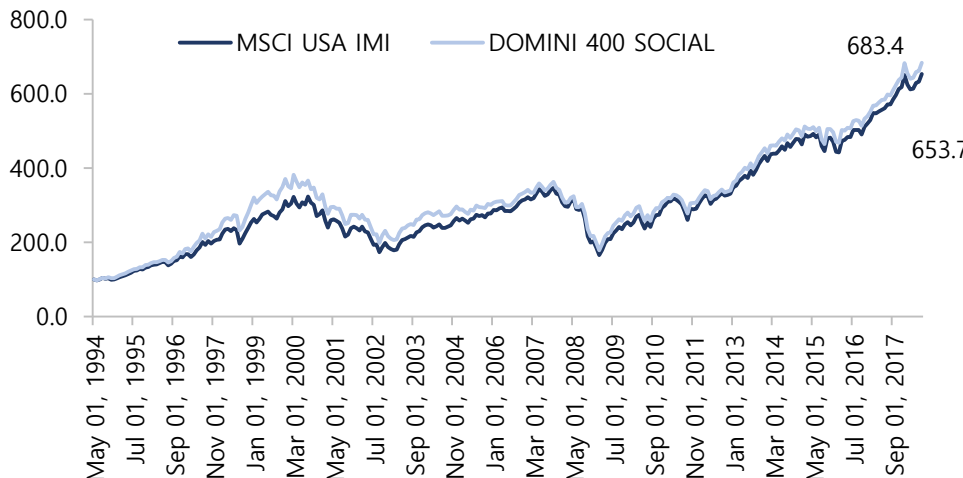


Engagement 성과: ESG 성과

○ ESG와 기업가치

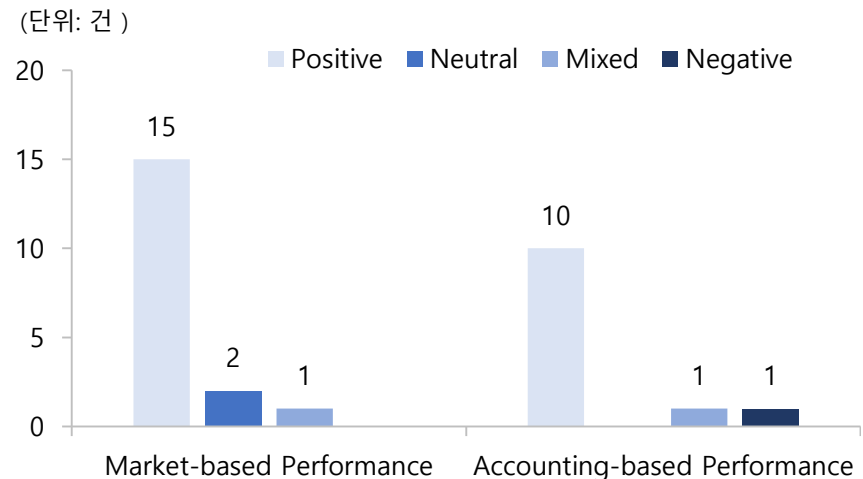
- 지배구조(G)와 기업가치 관계는 견고한 이론 토대(대리인이론) 바탕으로 1990년대 이후 실증 분석 크게 증가
 - 다만, 좋은 지배구조는 context-dependent. 가령, 신규상장기업의 경우 경영권방어수단이 기업가치 제고에 긍정적(Johnson, W. C., Karpoff, J. M., & Yi, S., 2015, JFE)
- 환경(E) & 사회(S)와 기업가치 관계는 이론 토대 약하나 실증연구는 대체로 긍정적
 - CSR과 기업가치 이론: CSR → 제품차별화 → 리스크 감소 및 기업가치 제고(Albuquerque, Rui & Yrjö Koskinen & Chendi Zhang, 2017, ECGI)
 - 도이치은행 meta-study: ESG 등급과 성과(시장가치, 재무성과) 대부분 연구에서 양의 상관관계, 부정적인 경우는 한 건의 논문에서 확인(재무성과)

MSCI Domini 400 social 성과



주 : MSCI USA IMI는 DOMINI지수의 Parent index; 두 지수 모두 1994.4월말 100.
자료: MSCI

ESG와 기업성과 관계



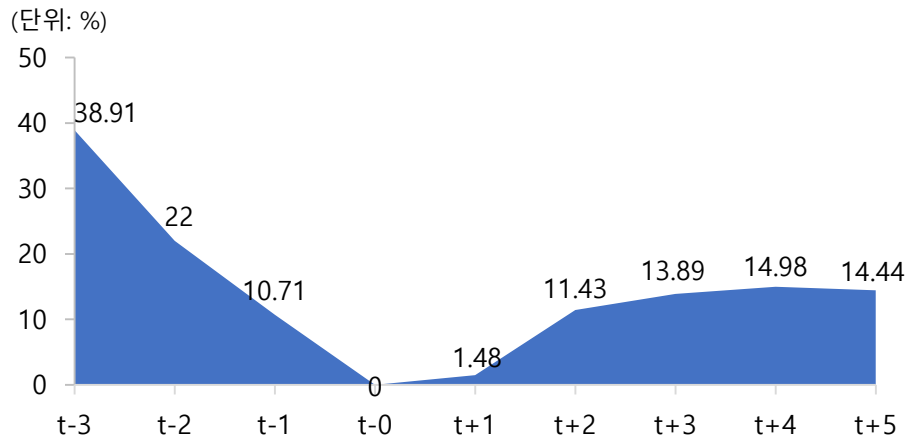
주 : 메타스터디는 56개 ESG 실증논문 대상. 워킹페이퍼도 포함하였으나 5년 내 등재되지 않은 경우는 대상에서 제외
자료: 도이치은행(2012)

Engagement 성과: 장기수익률

Engagement와 기업가치

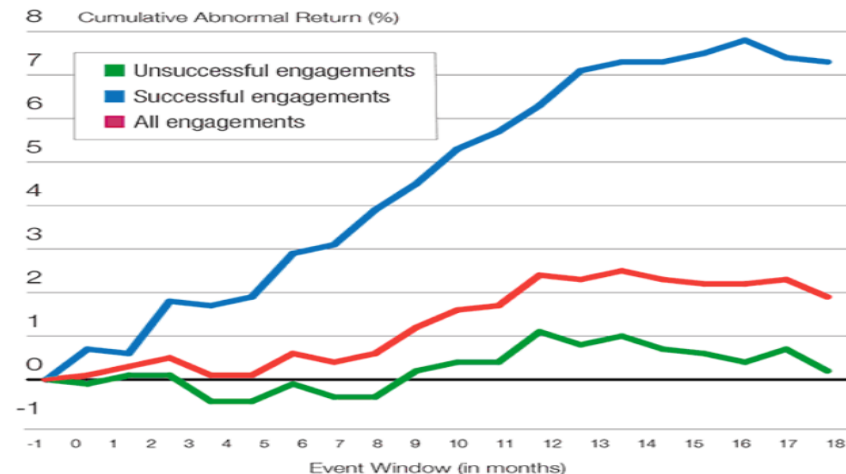
- 이론: 사적 대화는 주주제안 등 공개적 수단이 credible할 때 기업가치에 긍정적(Levit, 2018)
- 기업가치 단기 효과: Denes, Karpoff, and McWilliams (2017, JOCF)
 - 1996~2013년 동안 발표된 33개 실증문헌 서베이, 주주제안이나 사적 대화의 단기효과(초과수익률)는 거의 제로 수준. 다만, 샘플기간이 2000년대로 올수록 주주제안의 단기효과 통계적으로 유의미
- 기관투자자 proprietary data 이용한 실증연구 최근 증가
 - CalPERS effect(2014): FocusList 대상 5년 장기누적초과수익률 Positive
 - 성공한 engagement는 기업 장기가치에 긍정적(Dimson et al., 2015, JFS)
 - 주주권 행사 → downside risk 완화 → 기업가치 제고(Hoepner et al, 2018)

CalPERS효과: Russell 1000 대비 누적상대수익률



주 : 그래프 수치는 t-0 기준 벤치마크 대비 하회(under) 혹은 상회(out) 누적수익률
자료: 캘퍼스(2014)

Engagement 이후 누적비정상수익률



주: 이벤트스터디, t=0가 이벤트가 발생한 월. 자료: Dimson et al.(2015, JFS)

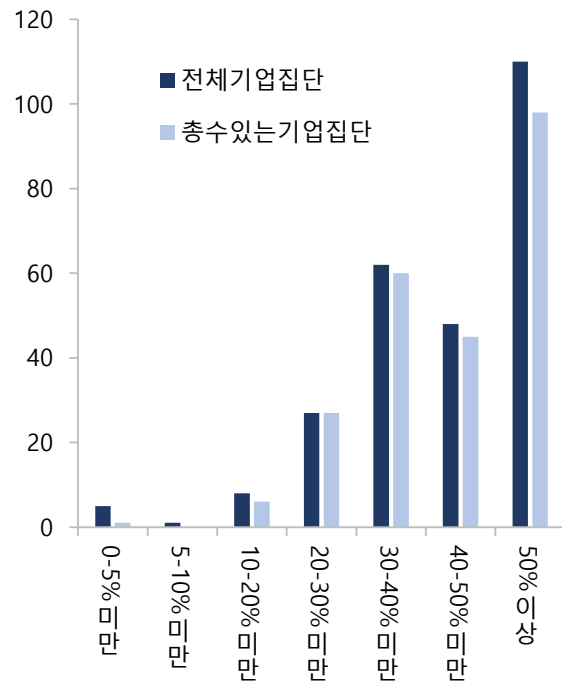
이슈: 권한의 최적배분

기업가치 관점에서 경영자, 이사회, 기관투자자간 권한의 균형점은?

› 경영자주의, 대주주 전횡, 기관투자자 과도한 영향력을 억제하는 최적 권한 배분관점에서 주주권 행사제도를 설계할 필요

- 국민연금의 보유지분을 과다 논란? CalPERS 보다 높고 캐나다 OTPP 보다 낮음
- 미국은 Big 3 자산운용회사의 기업 지분을 과다 논란

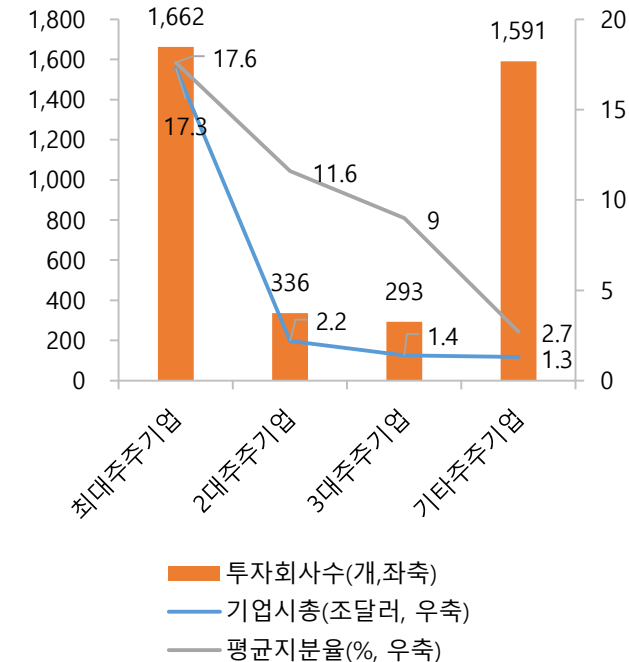
상장 대기업 내부지분율



국민연금 상장기업 보유지분

| 구 분 | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------|-----------------|------|------|------|------|------|
| 시가총액 대비 보유비중 | | 5.80 | 6.43 | 6.29 | 6.57 | 6.78 |
| 지 분 율 | 1% 미만 기업 | 125 | 145 | 172 | 163 | 169 |
| | 1% 이상 3% 미만 기업 | 137 | 140 | 168 | 188 | 149 |
| | 3% 이상 5% 미만 기업 | 120 | 128 | 123 | 121 | 122 |
| | 5% 이상 10% 미만 기업 | 218 | 209 | 195 | 192 | 191 |
| | 10% 이상 기업 | - | 44 | 57 | 79 | 74 |

Big 3 운용사의 미국 상장기업 지분율



주 : 자산 10조원 이상 대기업집단 기준
자료: 공정거래위원회(2017)

자료: 보건복지부

주 : 미국 빅 3(블랙록, 뱅가드, 스테이트스트리트) 2015년 기준
자료: J.Fichtner et al(2017, Business and Politics) 재구성

이슈: 5% rule

- 지금의 경영참여 판단 기준이 적정하고 합리적인가? 합리화 한다면 어떤 기준이 바람직한가?

5% rule 경영참여 목적 판단 기준

| | 미국 | 한국 |
|--------------|---|--|
| 경영참여 판단 기준 | 주주제안 의제 중대성 | 주주제안 법률행위 자체 |
| 경영참여 목적 (예시) | 회사 매각, 자산양도, 구조 조정, 이사 선임 위임장 경쟁 등 회사 경영에 실질적 영향력 행사하는 경우 | 주주제안 혹은 주주제안을 염두에 둔 비공식 주주권 행사 |
| 단순투자 목적 (예시) | <ul style="list-style-type: none"> 지배구조 개선을 위한 통상적인 주주제안: 시차 임기제 폐지, 이사선임시 과반수의결(majority voting) 도입, 포이즌필 폐지 등 경영자보상, 사회 및 환경 이슈 등 | <ul style="list-style-type: none"> 주주제안을 염두에 두지 않은 비공식 주주권 행사 주주제안 의제 될 수 없는 환경, 사회 이슈는 경영참여 목적으로 볼 수 없음 |

자료: SEC, Exchange Act Sections 13(d) and 13(g) and Regulation 13D-G Beneficial Ownership Reporting, 2016; 금융위원회, 스토크십코드 법령해석집 토대로 필자 정리

미국 5% rule 공시규제와 기관투자자

| | 최초 보고 | 수정보고 사유 | 수정보고 시점 |
|----------------|---------------|----------------------|-------------------|
| 13D | 취득 후 10일 이내 | 1% 이상 지분 변동 등 중대변화 | 즉시 |
| 13G (적격기관 투자자) | 취득 년말후 45일 이내 | 5% 이상 실질지분 변동 등 중대변화 | 사유 발생 월말 후 45일 이내 |
| 13G (패시브 투자자) | 취득 후 10일 이내 | 5% 이상 실질지분 변동 | 즉시 |

자료: SEC

이슈: 기관투자자를 누가 감시하나

○ 단기성과주의

- › 운용철학 정교화: 장기투자, ESG고려 등을 명시한 investment belief 채택
- › 성과평가 및 보상스킴 개선: 장기성과급 확대, 장기성과평가 및 이연지급

○ 지배구조 독립성

- › 의결권자문사의 독립성, 전문성, 투명성

주요 기관투자자의 이사회 구성

| | 캘퍼스 | 캐나다 OTPP |
|----------|---|---|
| 주주권정책 특징 | 주주권 행사 가장 활발 | 적극적 전략적 투자자 (2~40%지분) |
| 의결기구 | 이사회 산하 투자위원회 | 이사회 산하 투자위원회 |
| 위원회 구성 | <ul style="list-style-type: none"> 13인(이사회 전원) 선출직(6), 지명직(3), 전직관료(4) 선출직은 대표성, 지명직은 전문성, 전직관료는 공익성 관점 반영 | <ul style="list-style-type: none"> 11인(이사회 전원) 사학연금과 주정부가 각각 5명씩 선출, 의장 1인은 두 기관이 공동 선출 |
| 투자위원회 특징 | 의장: 은퇴자대표 부의장: 전직관료 | 의장: 전 민간 CEO 부의장: 전 민간 CEO 위원: 다수 민간출신 |

자료: 캘퍼스, OTPP.

미국 기관투자자의 안건 찬성비율(2017)

| | Say on Pay | 이사선임 | 위임장 경쟁 |
|-------------------|------------|-----------|-----------|
| ISS 찬성/반대* | 95.3/67.6 | 97.2/78.9 | 90.0/17.0 |
| Glass Lewis 찬성/반대 | 94.2/77.9 | 96.0/85.9 | 81.8/18.2 |
| Both 찬성/반대 | 96.4/63.8 | 97.5/71.0 | 90.0/18.2 |
| 의결건수(건) | 2,835 | 20,910 | 37 |

주 : 1) *는 ISS가 찬성(반대) 추천한 안건에 대해 기관투자자가 찬성한 비율을 의미
 2) 미국 713개 기관투자자의 2017년 의결권 행사 결과 분석
 자료: Copland, J.R & David F. Larcker & Brian Tayan(2018)



Thank You!