



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

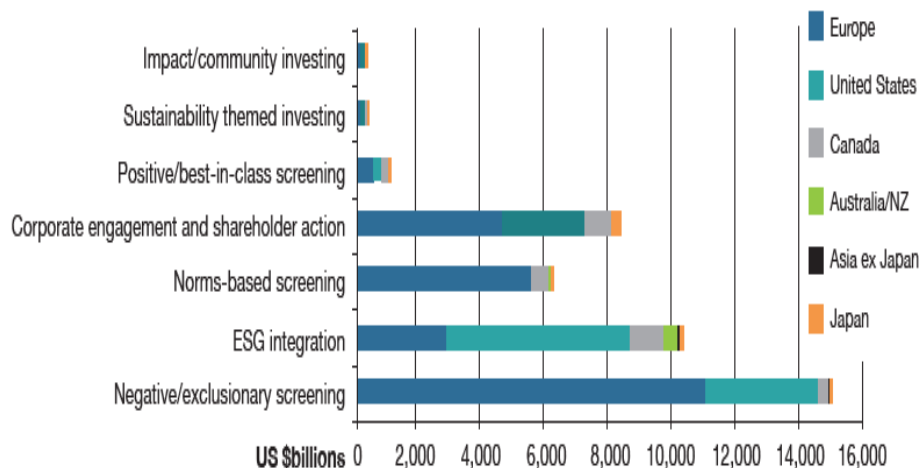
	스튜어드십코드 도입국가
단일이사회 국가	영국, 호주, 미국, 한국, 캐나다, 싱가포르
복수이사회 허용국가	일본, 독일, 핀란드, 이탈리아, 네덜란드, 스위스, 덴마크, 남아공

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

스튜어드십코드, 왜 도입하나

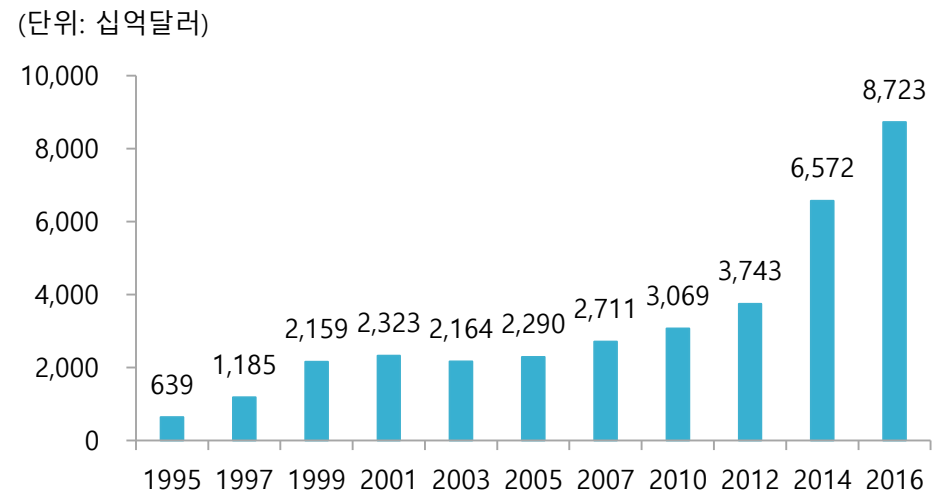
- 스튜어드십코드는 engagement에 관한 comply or explain 방식의 연성규범
 - › Engagement는 영향력(voice)이 아니라 건설적 대화(communication)이며 ESG 투자전략의 한 유형
- 제도 요인
 - › 금융위기 이후 장기투자자로서 기관투자자의 역할 강조(OECD, David Walker)
 - › Dodd-Frank Act, 지배구조 개혁(브로커 voting 금지, Say-on-Pay, proxy access 등)
 - › ERISA, ESG 요소를 수탁자책임 영역으로 포섭
- 시장 요인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

글로벌 책임투자 engagement 전략



주 : 2016년 기준
자료: GSIA

미국 책임투자 AUM 추이

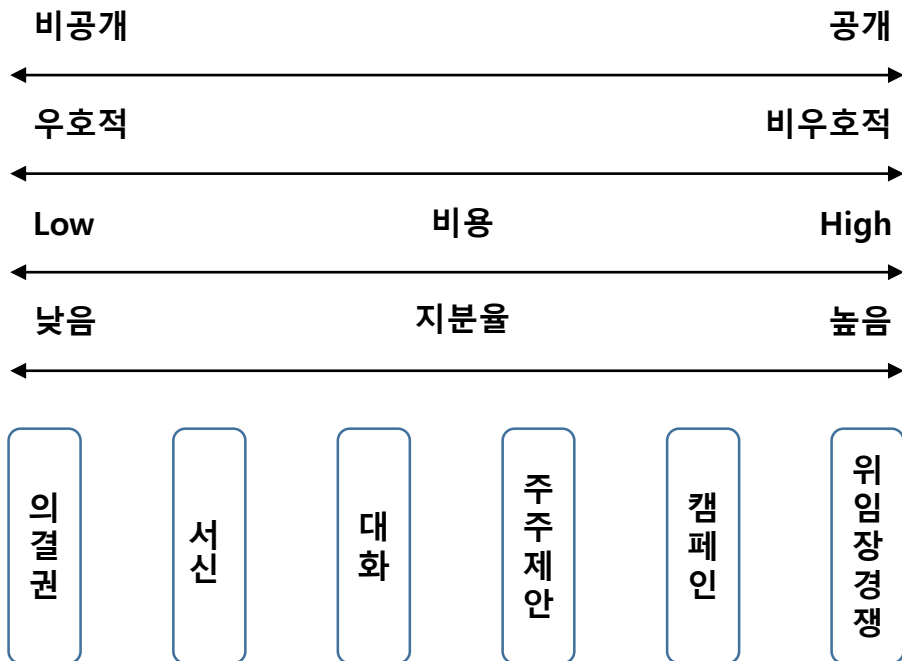


자료: USSIF

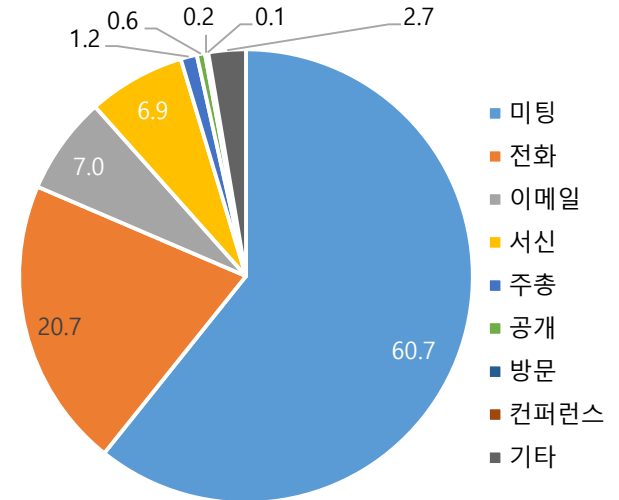
Engagement 전략: 실제(1)

- 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

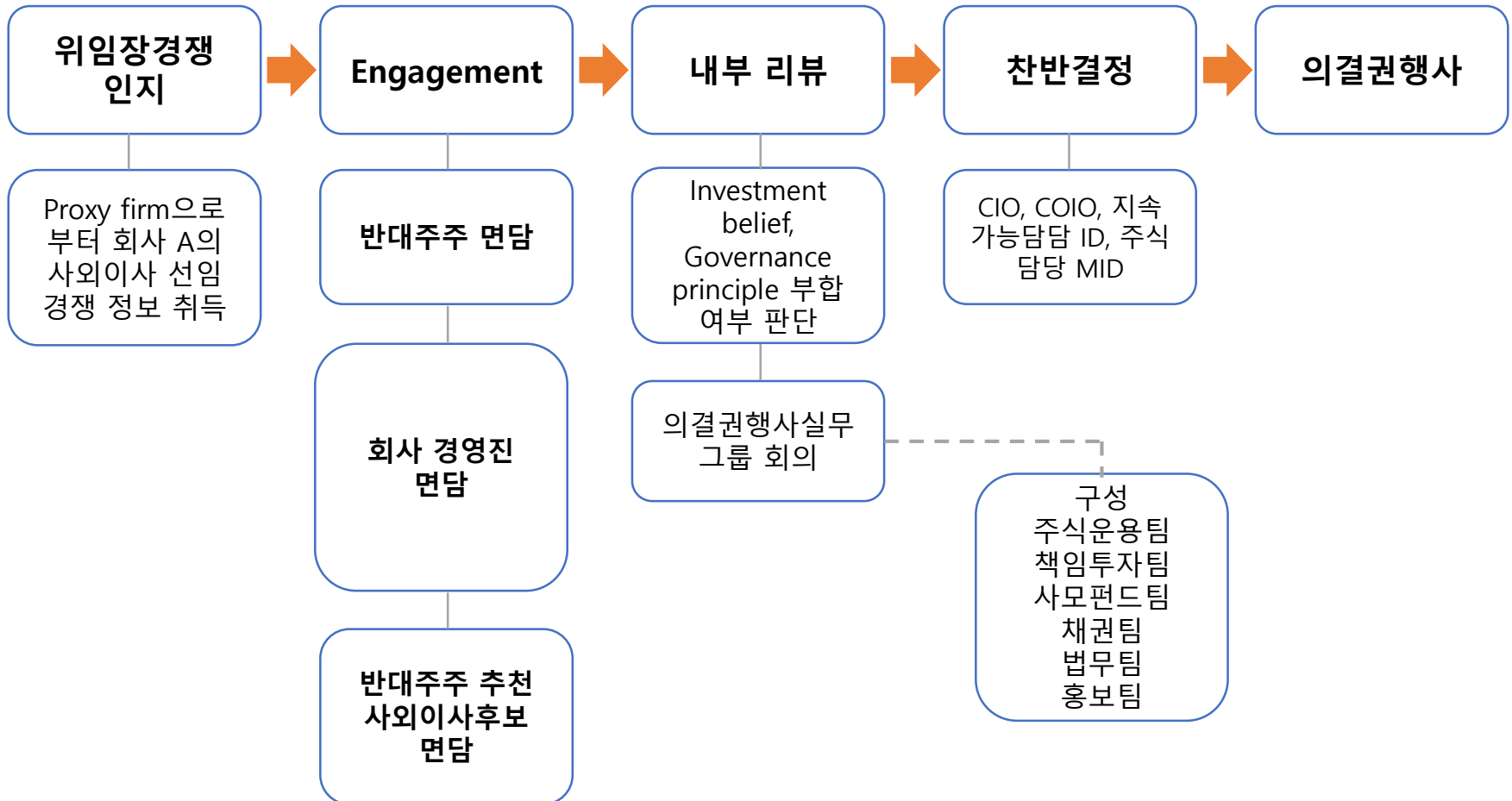
	전체 기관	헤지펀드	보험	뮤추얼펀드	연기금
주총 반대투표	66%	75%	57%	67%	0%
주총 반대발언 (speech)	19%	25%	14%	20%	17%
주주제안	20%	50%	14%	21%	17%
경영이사회 대화	55%	75%	29%	59%	33%
감독이사회 대화	22%	75%	14%	21%	17%
Public criticism	11%	25%	14%	10%	0%
주총 찬반 공개	21%	50%	14%	23%	0%
법적 조치	12%	50%	0%	7%	17%

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



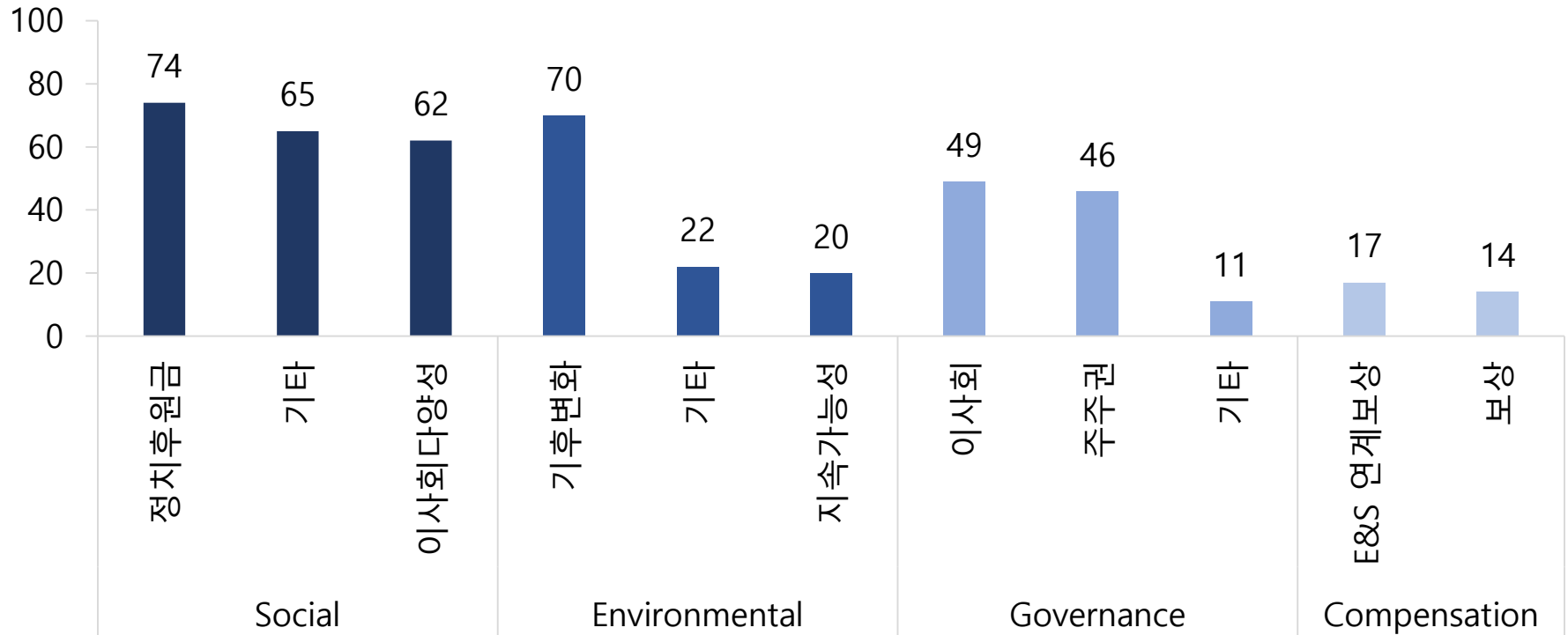
주 : 회사 A의 이사 후보로 경영자 추천 후보와 반대주주 B가 추천한 후보가 경쟁하는 상황을 예시
자료: 캘퍼스

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

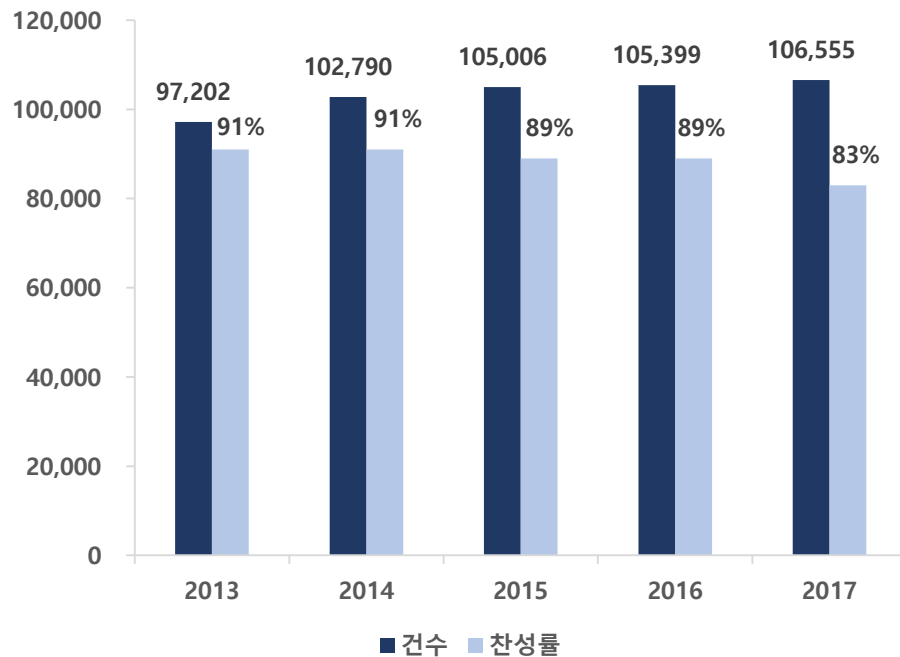
	전체 ESG 의제	지배구조(G)	환경사회(ES)
전체	17.8	24.2	13.1
One-time	11.7	17.3	7.6
Repeated	27.3	36.0	21.4
Multiple	10.7	17.9	8.6
Focused	23.0	26.1	19.0
W/O success history	13.5	20.2	7.6
W success history	24.3	32.8	19.9
W/O collaboration	11.0	19.2	2.8
W collaboration	32.8	47.2	28.3

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

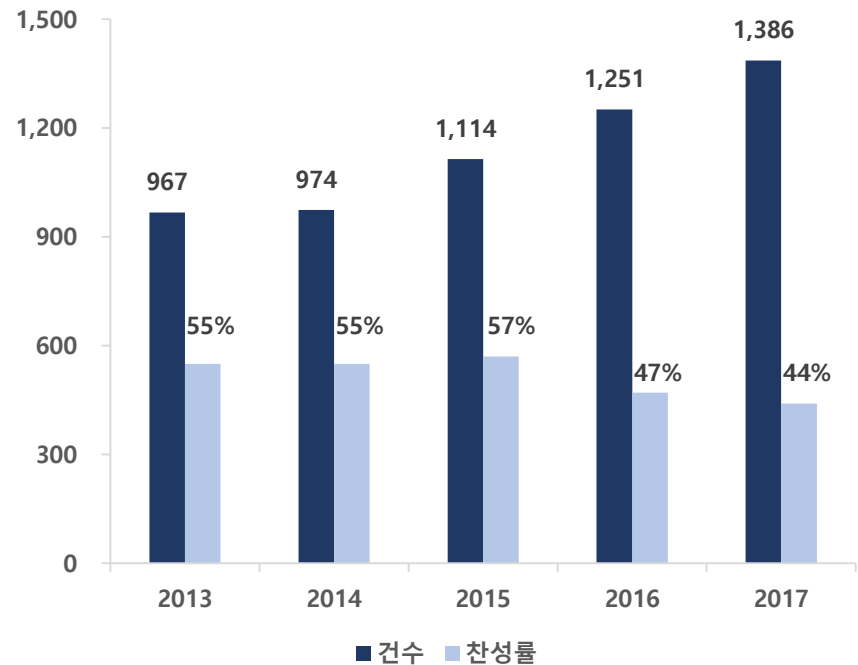
Engagement 성과: 주주제안 주총 지지율

- 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

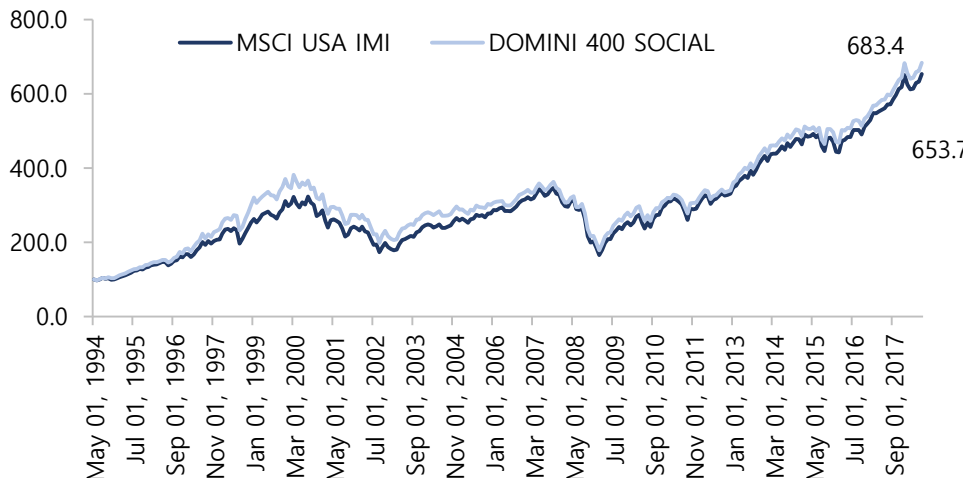


Engagement 성과: ESG 성과

○ ESG와 기업가치

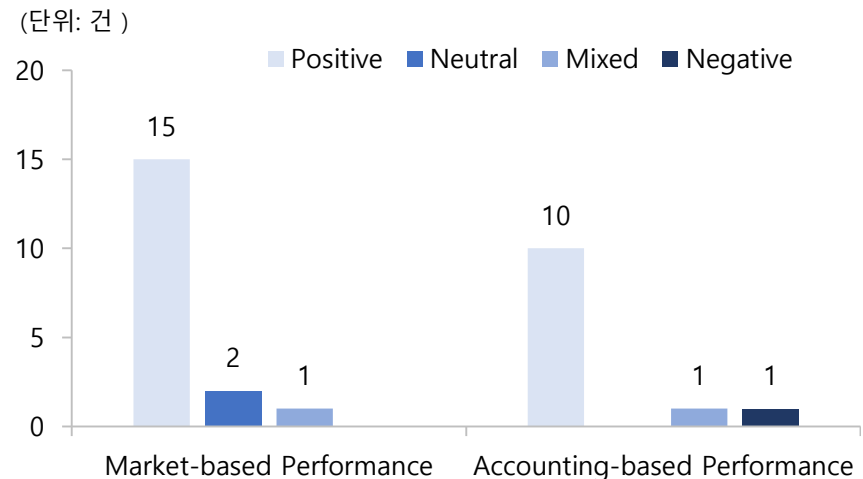
- 지배구조(G)와 기업가치 관계는 견고한 이론 토대(대리인이론) 바탕으로 1990년대 이후 실증 분석 크게 증가
 - 다만, 좋은 지배구조는 context-dependent. 가령, 신규상장기업의 경우 경영권방어수단이 기업가치 제고에 긍정적(Johnson, W. C., Karpoff, J. M., & Yi, S., 2015, JFE)
- 환경(E) & 사회(S)와 기업가치 관계는 이론 토대 약하나 실증연구는 대체로 긍정적
 - CSR과 기업가치 이론: CSR → 제품차별화 → 리스크 감소 및 기업가치 제고(Albuquerque, Rui & 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



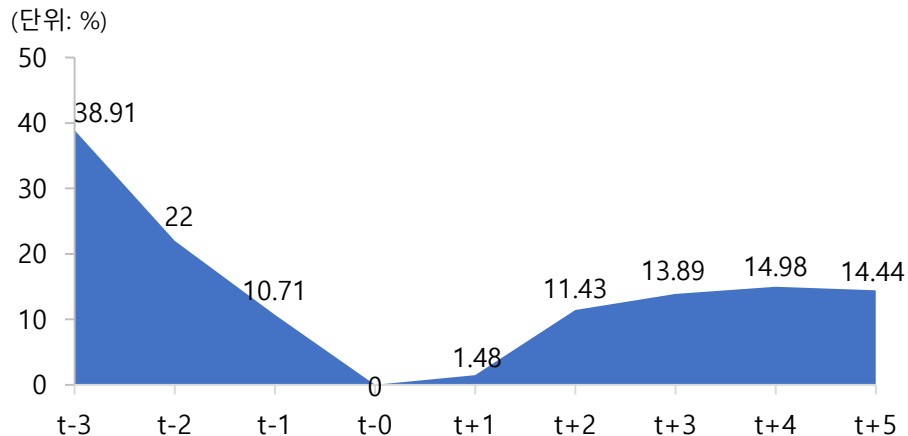
주 : 메타스터디는 56개 ESG 실증논문 대상. 워킹페이퍼도 포함하였으나 5년 내 등재되지 않은 경우는 대상에서 제외
자료: 도이치은행(2012)

Engagement 성과: 장기수익률

Engagement와 기업가치

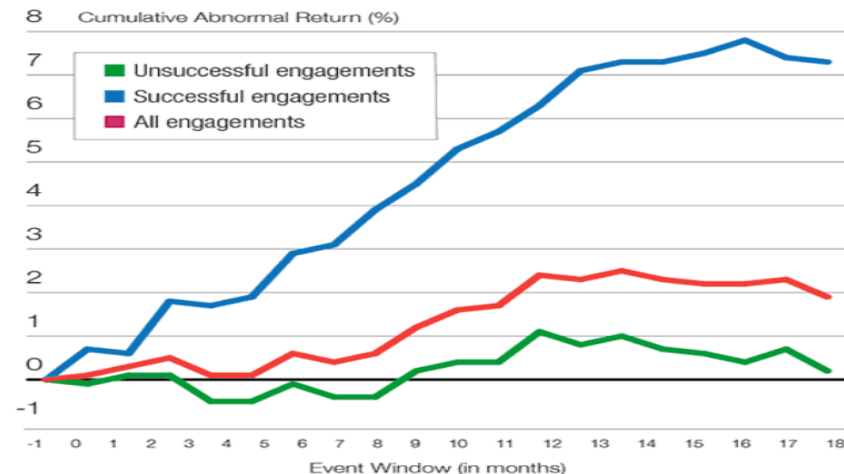
- 이론: 사적 대화는 주주제안 등 공개적 수단이 credible할 때 기업가치에 긍정적(Levit, 2018)
- 기업가치 단기 효과: Denes, Karpoff, and McWilliams (2017, JOCF)
 - 1996~2013년 동안 발표된 33개 실증문헌 서베이, 주주제안이나 사적 대화의 단기효과(초과수익률)는 거의 제로 수준. 다만, 샘플기간이 2000년대로 올수록 주주제안의 단기효과 통계적으로 유의미
- 기관투자자 proprietary data 이용한 실증연구 최근 증가
 - CalPERS effect(2014): 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)

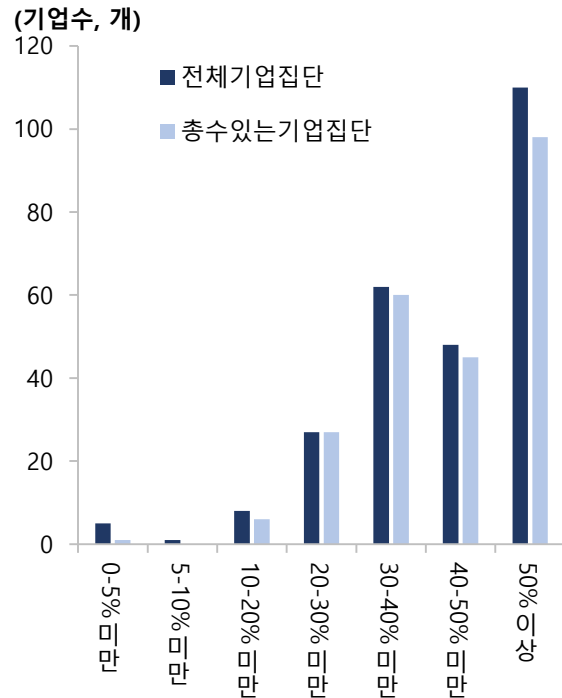
이슈: 권한의 최적배분

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

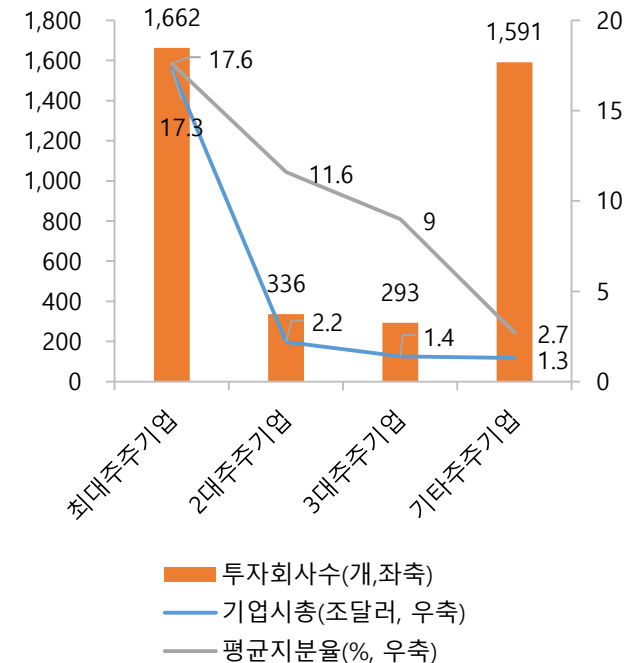
상장대기업 내부지분율 분포



국민연금 상장기업 보유지분율

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

Big3 운용사의 미국 상장기업 지분



주 : 자산 5조원 이상 대기업집단 기준
자료: 공정거래위원회(2017)

자료: 국회 보건복지위원회

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, 스튜어드십코드 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 년말 후 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!