

## **Session II**

# **국내 민간 기관투자자의 주주활동(shareholder engagement) 현황 및 전망**

---

**발표: 김형석 (KCGS 정책연구본부)**

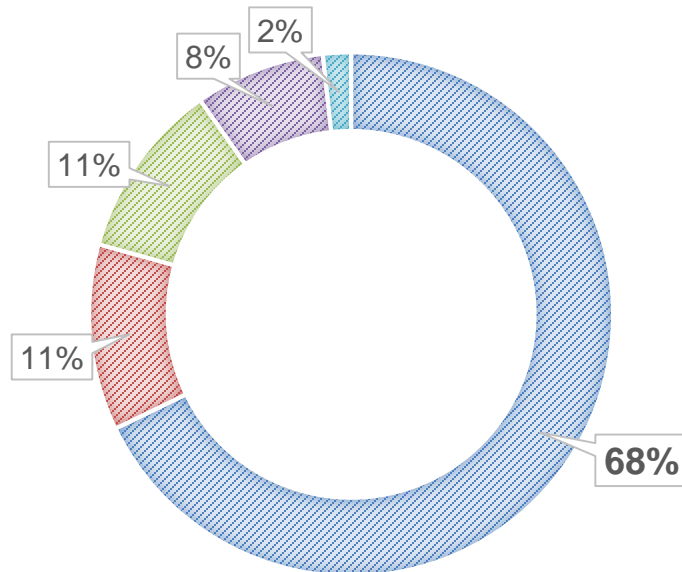
**2019.5.2 (목)**

# 1. SC 참여 기관투자자의 주주활동 현황

I. Engagement 현황

- 7개 민간 자산운용사가 144건의 주주활동 이행 내역을 공시 (2017.11~2019.2)
- 기업지배구조(G) 이슈, 특히 주주환원(payout) 정책에 큰 관심

By theme



- "기업지배구조 (G)"
- 사회적책임 경영 (S)
- 경영 성과
- 기타 (투자정책, 위험관리, 전략 등)
- 환경 경영 (E)

Governance issues



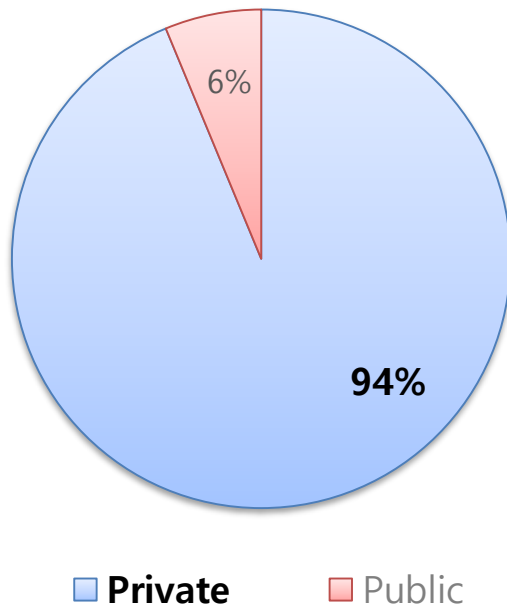
- "주주환원 정책 (현금배당, 자사주)" (cf. 재무 정책)
- 이사회 구성의 독립성
- 기업집단 단위의 이슈 (합병, 순환출자 등)
- 경영 승계
- 기타

# 1. SC 참여 기관투자자의 주주활동 현황

I. Engagement 현황

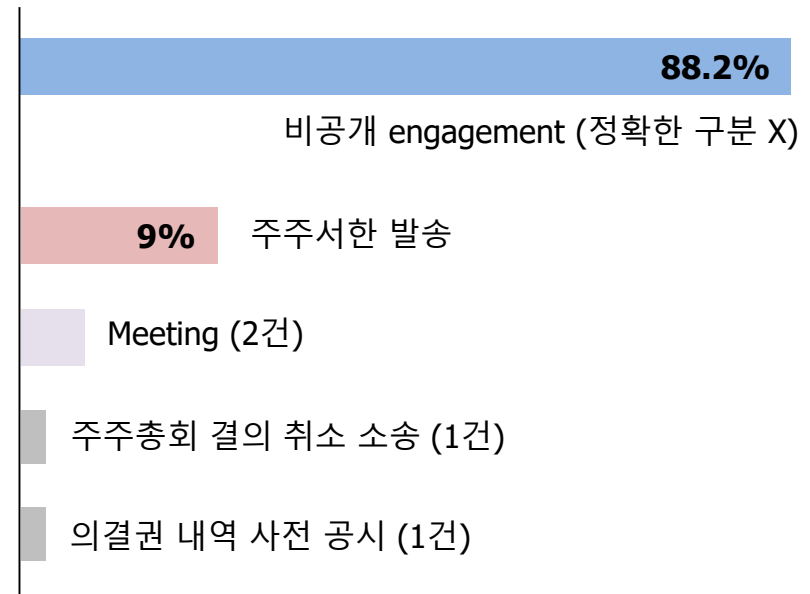
- 7개 민간 자산운용사가 144건의 주주활동 이행 내역을 공시 (2017.11~2019.2)
- 주로 비공개적 방법으로 의견 교환

Private vs. Public



= global best practices  
= stewardship code

By contact type



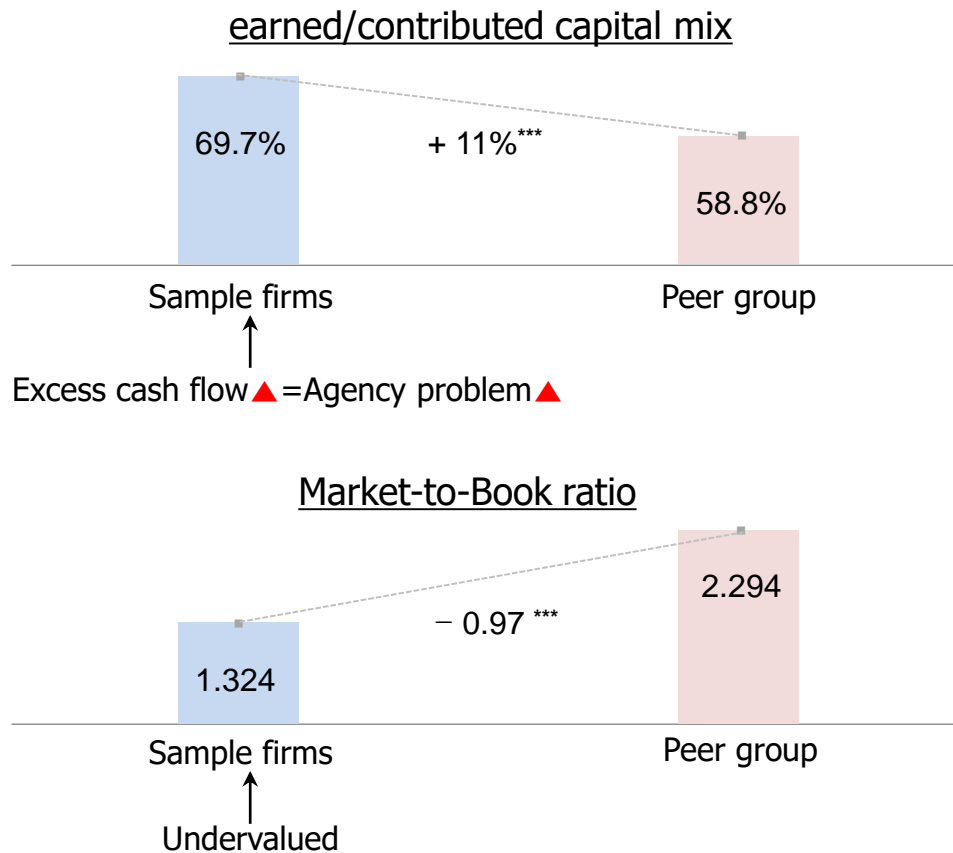
주주활동 방법은 선호도에 따라 달라질 수 있음  
ex) 주로 E-mail을 사용하는 경우도 존재

## 2. SC 참여 기관투자자의 주주활동 효과

I. Engagement 현황

- 32개 기업을 대상으로 "현금배당 **증가**"를 요구한 주주활동 분석
- 투자기회 초과 현금 과다, 저평가 기업의 현금배당 정책 "**개선**"에 영향을 준 것

대상 기업의 특성 (금융업 5개 제외)



현금배당 정책의 변화

$\Delta dps = dps_t - dps_{t-1}$	# of firms (%)
$\Delta dps < 0$ (감소)	0
$\Delta dps = 0$ (유지)	11 (34%)
$\Delta dps > 0$ (증가)	<b>21 (66%)</b>

현금배당 재개: 1개  
평균 dps 증가율: 49.2%

	before	after
평균 배당성향 (median)	22.3% (15.4%)	<b>29.6%</b> (21.7%)
평균 배당수익률 (median)	1.95% (1.65%)	<b>2.57%</b> (2.50%)

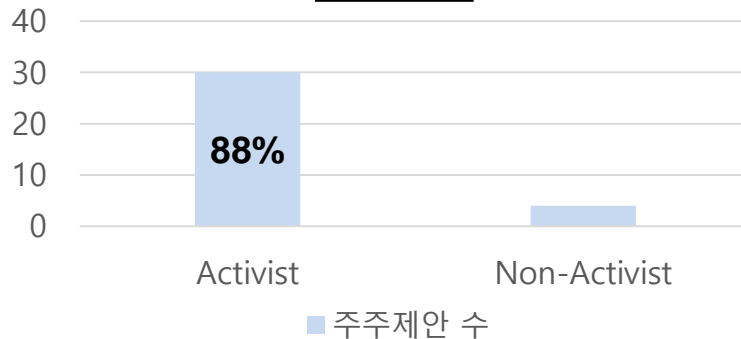
### 3. 2019 정기주주총회 주주제안 현황

I. Engagement 현황

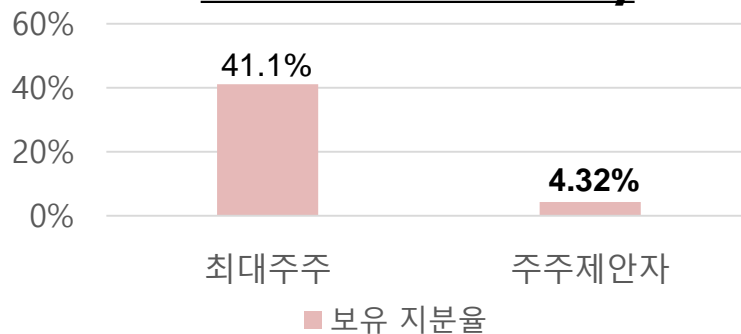
- 8개 민간 기관투자자 참여, 11개 상장기업을 대상으로 34건의 주주제안
- 6개 행동주의 투자자가 30건(88%) 제안, 모두 기업지배구조 관련 이슈 제기

Who?

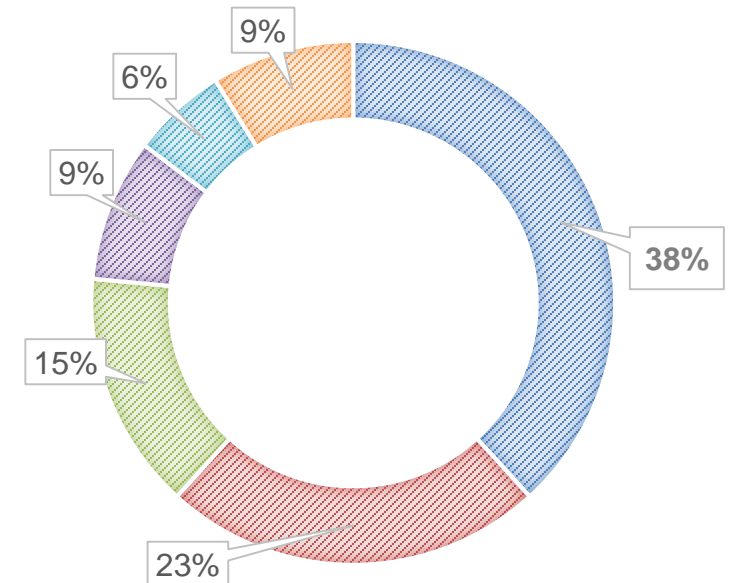
#### Activist



#### Substantial Minority



By agenda



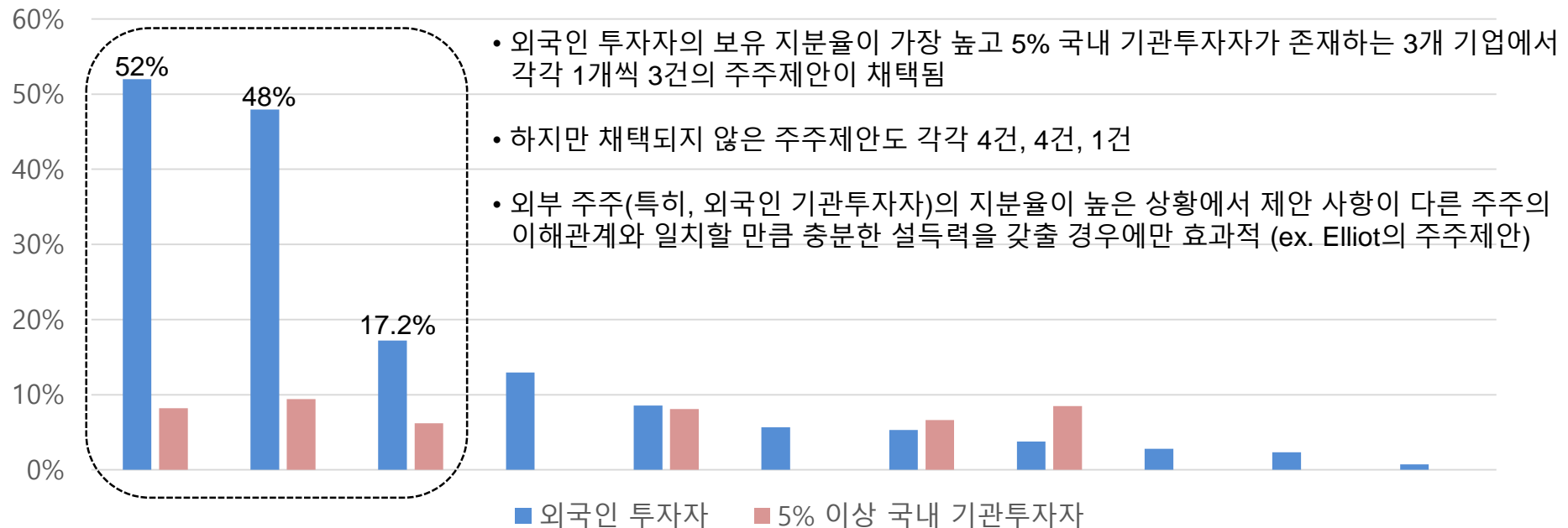
- "감사/감사위원 선임" (← 3% 의결권 제한 적용)
- 현금배당 결의
- 사외이사 선임
- 이사회 구성
- 보수한도
- 기타 (자사주 소각, 집중투표 허용 등)

## 4. 2019 정기주주총회 주주제안 결과

I. Engagement 현황

- 8개 민간 기관투자자, 11개 상장기업 대상, 34건의 주주제안 분석
- 3건만 채택(8.8%="not effective"), 다른 (기관)투자자 보유 지분율이 영향을 줄 가능성

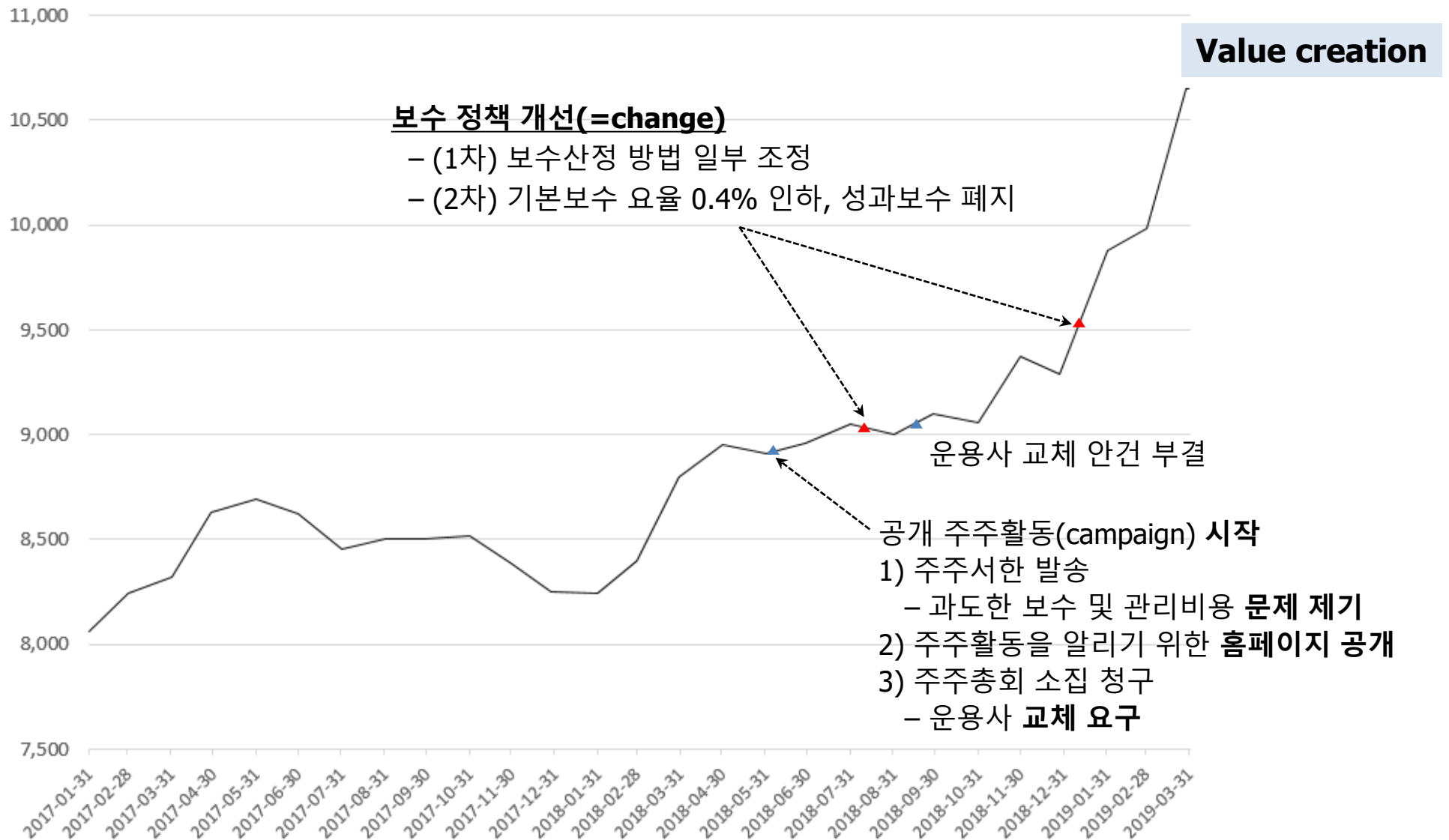
주주제안 대상 기업(11개)에 대한 외국인 및 5% 이상 투자자의 보유 지분율



- 오히려 "3% 의결권 제한"이 적용되는 감사/감사위원 선임 주주제안은 모두 부결
- 감사위원회 설치, 사외이사 선임 부결 등 사전에 주주제안을 제한하는 제도적 한계 존재

## 5. 공개 주주활동 사례: Platform-MKIF

I. Engagement 현황

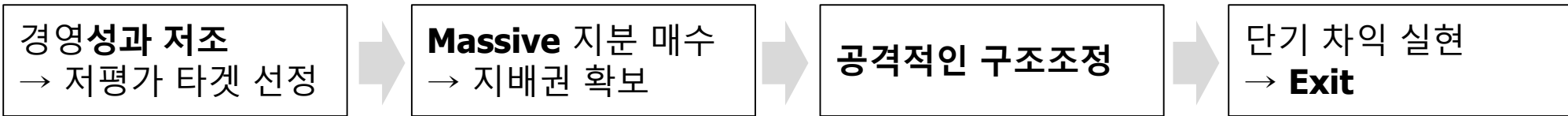


# 1. Rebranding of Activist

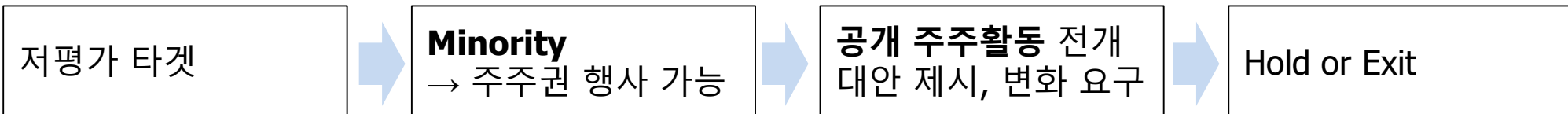
- 더 이상 ≠ “**corporate raider**” in 1980s, “**Activist shareholder**”로 변화
- 투자 전략: 소수 지분 → 비공개 대화 → 공개 주주활동 → 다른 주주 설득 → 변화 유도

Corporate raider vs. Activist shareholder

## Corporate raiders



## Activist shareholders as “catalysts”



vulnerable to  
- **corporate governance**  
- capital allocation  
- business strategy, *etc.*  
**although well-run!!!**

- 대규모 기업도 타겟이 될  
가능성이 충분  
- (국내) 삼성, 현대 등  
- (일본) 시가총액 \$10억 이  
상 타겟 비율이 34%!

- 비공개 대화를 통해 친화적으로 대안 모색  
- 실패할 경우, 공개 주주활동 전개  
- 다른 주주를 설득하기 위한 분석 자료 등 공개  
- Long-term 기관투자자도 점차 “vocal”  
**외부 주주의 모니터링 압력 ⇒ 변화/개선 유도**



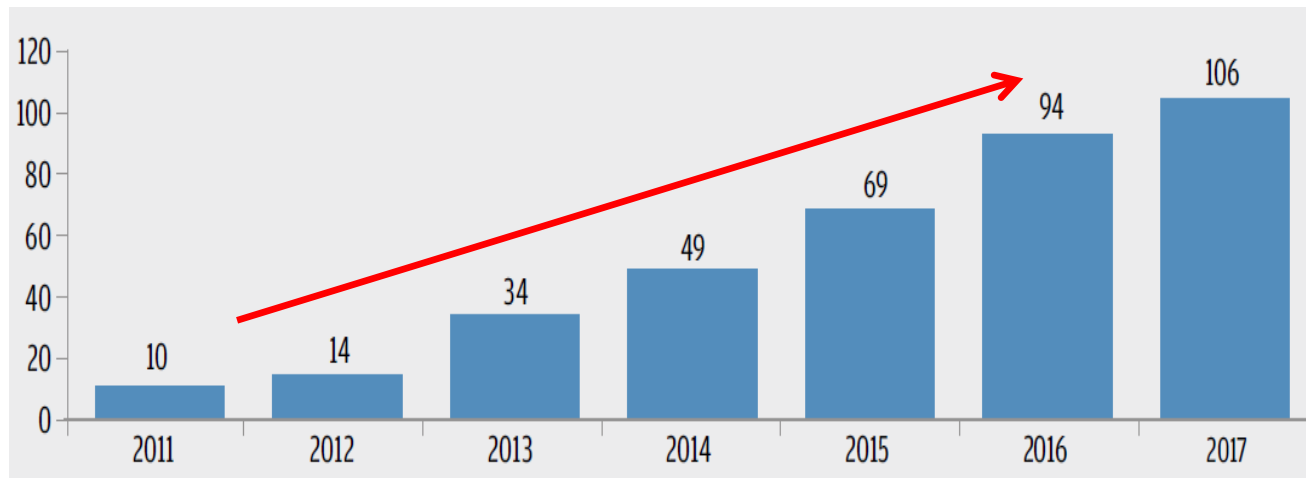
## 2. Activist → Asia

## II. Engagement 전망

- Asia: 외부 소수주주가 적극적/효과적으로 주주권을 행사할 수 있는 시장 환경 조성
- = 변화된 Activist의 투자 전략 = Activist에게 좋은 투자 기회 제공

Activist campaigns are growing in Asia

(Source: SharkRepellent and Activist insight)



### Region specific

- 내부유보 현금 ▲
- 기업지배구조 수준 ▼
- ⇒ **저평가** 기업 다수 존재

### "Regulatory reform"

- 기업지배구조/스튜어드십 코드 도입
- 주주권리, 투명성 강화 등 **법제도 개선**
- ⇒ 적극적인 주주활동 촉진

### Investors

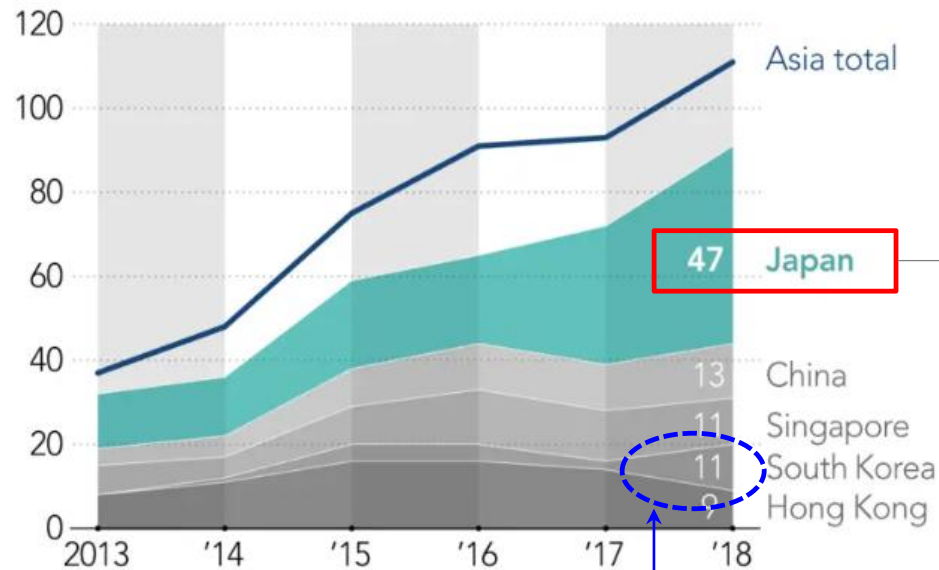
- Long-term 투자자도 Activist의 제안을 점차 선택적으로 수용
- ⇒ Activism에 대한 **인식 전환**

### 3. Japan → Korea (?)

- 일본 기업이 주요 타겟, 기업지배구조 개선/효율적 자산배분에 초점
- 최근 국내 기업을 대상으로 한 Activist의 주주활동이 급증한 것에 주목할 필요

#### A surge in Japan and Korea in 2018

Number of targeted companies by location

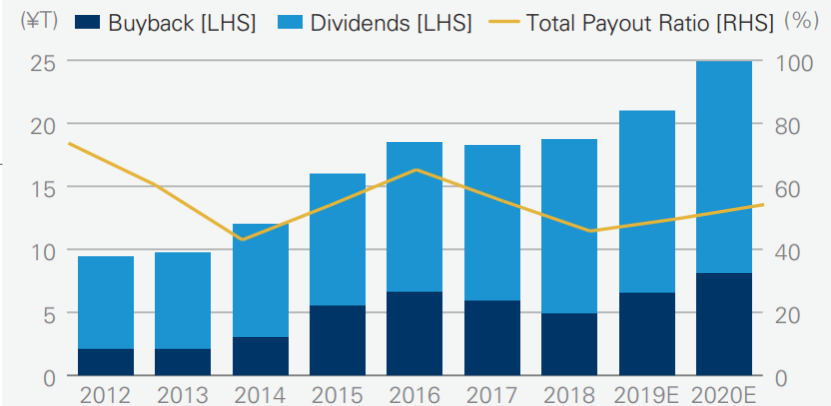


(Source: Activist insight)

※ 2018년 국내 상장기업을 대상으로 한 Activist 활동 급증  
 Elliot → 현대차 그룹  
 SC Fundamental → 무학, 태양, 강남제비스코  
 밸류파트너스 → KISCO홀딩스, 아트라스BX

Activist – Target	Main issues
Third Point – Fanuc	내부유보 이익 중 일부 주주환원
AVI – TBS	관계사 지분을 주주에게 환원
KSC – Toshiba	독립 사외이사 신규 선임
Oasis – GMO	경영권방어 조항 폐지
Oasis – Alpine	이사 후보 추천, 특별 배당
SC – Chori	임원보수 성과연동성

#### Japanese Corporate Shareholder Returns Are Increasing



As of 25 July 2018

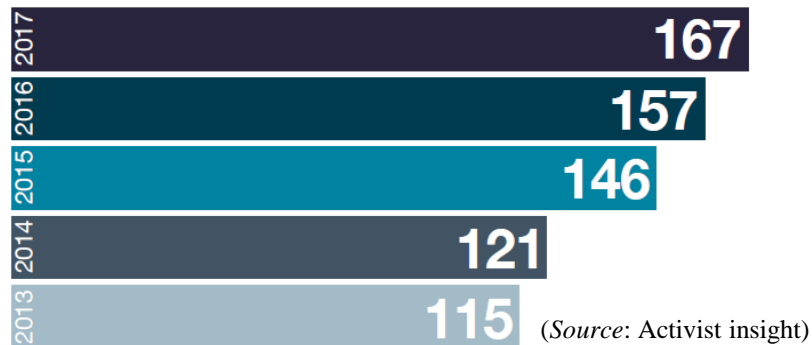
(Source: Goldman Sachs)

## 4. 어떠한 기업이 대상이 될 것인가?

- 기업집단 단위의 구조 개편에 연관된 대규모 계열회사가 타겟이 될 가능성
- 내부유보 이익 ▲, 투자 기회 및 투명성 ▼ → 주주환원 확대 요구를 받을 가능성

Activist(특히, 외국계)의 주주권 행사 타겟이 될 가능성이 높은 기업부터 파악할 필요

### Large-cap targets ▲



- 외국 activist 입장에서 정보 비대칭 정도 ▼  
→ 투자 기회, 위험 등을 파악 및 분석하기에 용이
- 기관투자자 지분율 ▲, High-profile 가능성 ▲  
→ 공개 주주활동의 효과 ▲
- 기업집단 단위의 기업지배구조 문제 ▲  
→ 주주활동 방향 = 법제도 개선 방향

### Control transition to heirs

- 2017년 Activist의 대규모 타겟 중 상당수가 CEO 교체 되는 과도기 기간에 타겟이 된 것으로 나타남
- 기업집단 지배주주의 최종 목적 = 다음 세대 상속  
→ 효율적인 지배권을 확보를 위해 기업집단 단위에서 구조적 개편이 수반 (합병, 분할 등)  
→ ex) Elliot – 삼성 그룹, Elliot – 현대차 그룹

### Excess cash flow & Low payout

- Activist의 주된 관심사 중 하나는 효율적 자원 배분  
→ 투자기회를 초과하는 내부유보 이익 = 비효율적  
→ 주주환원 확대 요구
- 투명성 ▼ → 내부유보 이익 남용을 모니터링 X  
→ 주주환원을 통해 agency cost ▼

## 5. 어떻게 대응해 나갈 것인가?

- Activist shareholders의 주주권 행사 ≠ Hostile takeover bid
  - 기존의 경영권방어 수단은 더 이상 효과적인 대응책이 아님
  - ex. Poison pill(지분확보 제한)은 Minority activist의 공개 주주활동을 효과적으로 저지할 수 없음
- Activist shareholders의 주요 전략은 공개적으로 다른 주주(특히, 기관투자자)의 지지를 얻는 것
  - 이는 곧 10%뿐만 아니라 0.1%를 보유한 주주도 Activist의 성공에 기여할 수 있음을 의미
  - 결국 **“누가 다수 주주들의 지지를 받을 것인가?”**의 문제
- 해외 연기금, 글로벌 자산운용사 등이 Activist의 제안을 공개적으로 지지하는 사례가 점차 증가
  - ex. BlackRock은 Nelson Peltz(→P&G)와 Ackman(→ADP)의 주주활동을 공개적으로 지지함
  - 중요한 것은 국내 주요 상장기업에 대한 이들의 보유 지분율이 낮지 않다는 점!!!

