2018년 스튜어드십 코드 설명회

적극적인 주주권 행사를 위한 핵심 가이드라인

발표: 김형석 (한국기업지배구조원 SC센터)

2018.10.16

© KCGS. 2018. All rights reserved

KCGS
한국기업지배구조원

UN PRI 보고서 (2018)

A practical guide to active ownership in listed equity

https://www.unpri.org/download?ac=4151

※ 한글 번역본은 조만간 UN PRI와 한국 SC 홈페이지에 업로드 예정임

※ 한국 SC홈페이지 주소: http://sc.cgs.or.kr

목 차

I. 가치 창출 메커니즘에 대한 이해

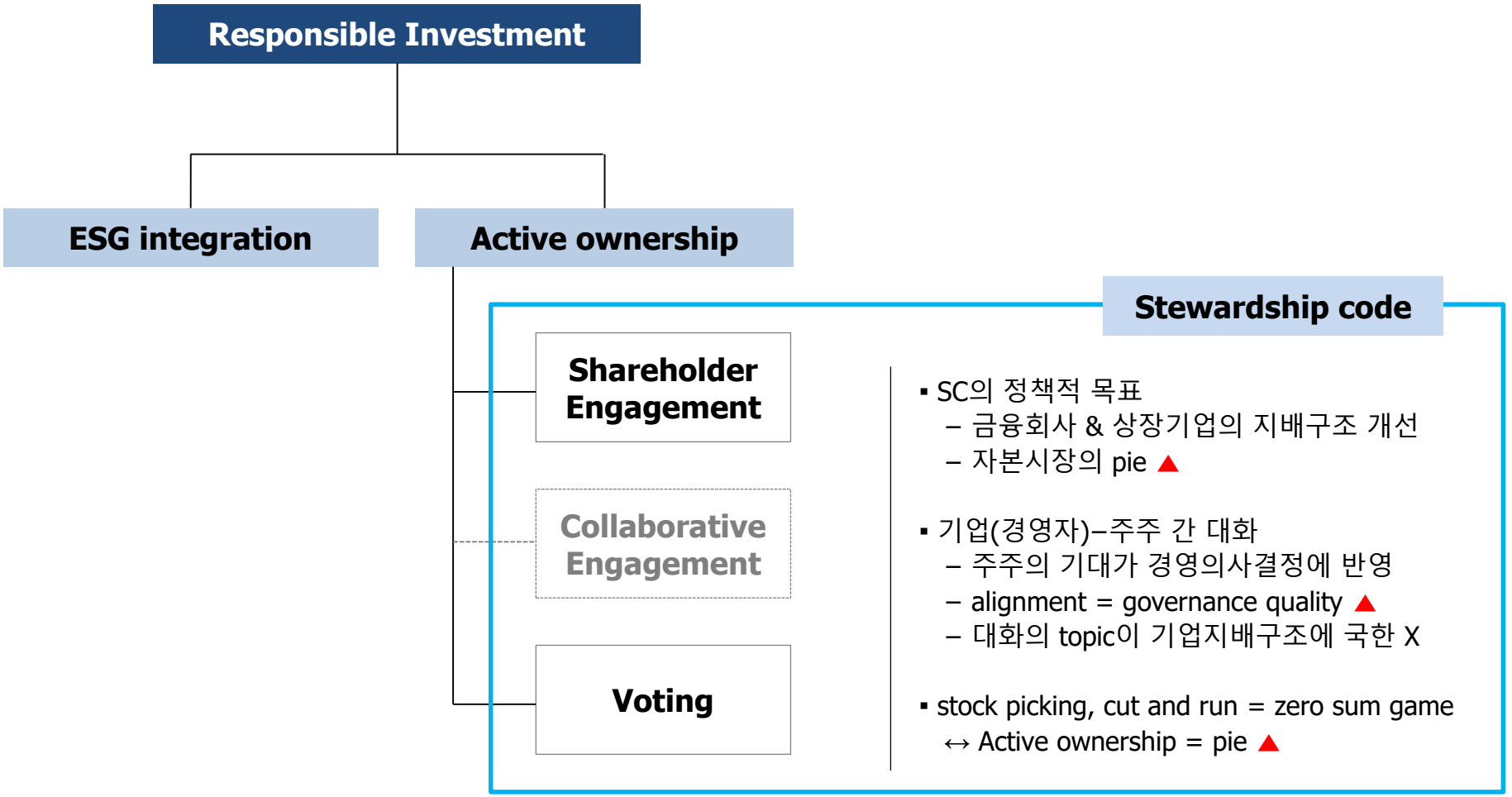
II. 주주권 행사 총칙 (General approach)

III. 주주 관여활동 이행 방안 (Engagement practice)

IV. 의결권 행사 방안 (Voting practice)

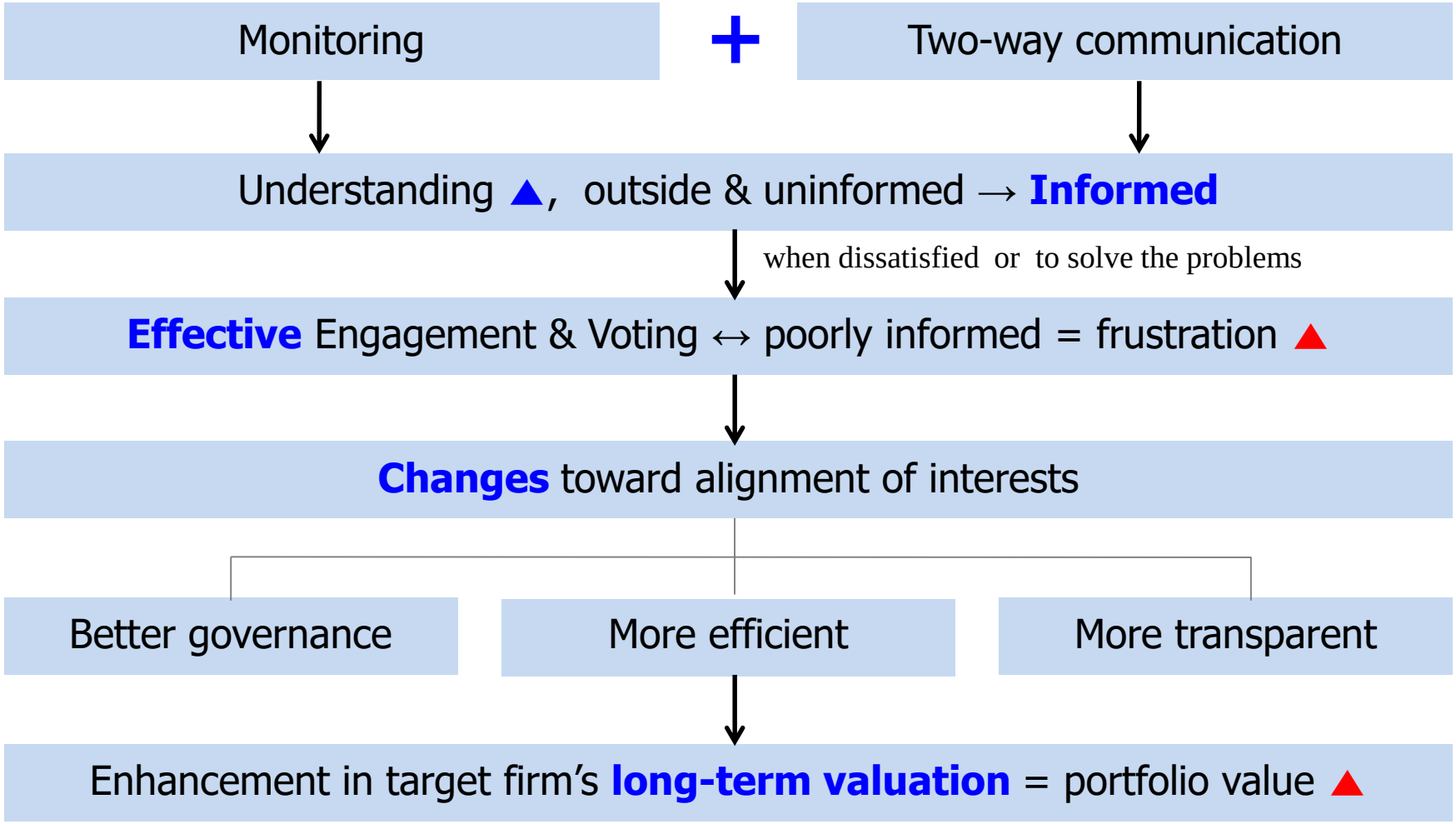
1. 책임 투자 ∩ 스튜어드십 코드

- (RI) Active ownership = engagement + voting (SC)
- RI = investment strategy ↔ SC = capital market policy



2. 가치 창출 메커니즘 이해

- 2 key words: **Communication** & **Influence**
- Informed engagement → effectively inducing changes → re-valuation → portfolio value ▲



3. 재무적 영향에 대한 증거

- 적극적 주주권 행사의 alpha를 지지하는 실증연구 결과가 다수 존재함
- 4 key results: 기업지배구조, 수익성, 기업 가치, 포트폴리오 성과 (+ 공시 투명성)

Active ownership

Governance Actions

- Kempf et al. (2016, RFS), Crane et al. (2016, RFS)
  - monitoring constraint → value-destroying acquisitions
  - more dividends, stronger for firms with higher FCF

Profitability

- Brav et al. (2008, JF), Appel et al. (2016, JFE)
  - improved ROA and Profit Margin for hedge funds
  - improved ROA for passive owners

Firm Valuation

- Dimson et al. (2015, RFS)
  - the first one-year abnormal return is 1.8%
  - 4.4% for successful, no reaction for unsuccessful

Portfolio Performance

- Becht et al. (2010, RFS)
  - economically large and significant alpha from factor models
  - active engagements account for the outperformance

Knowledge ▲ → Investment Belief → Applying to strategies → Better outcomes

1. 투자 전략의 한 부분!

- 전체 투자전략의 한 부분으로서 적극적인 주주권 행사 정책을 포함시키는 것이 중요!!!
- 투자전략에 적합하도록 주주권 행사 정책 및 이행 전략을 유연하게 수립할 수 있음

Investment strategy

Strategic Asset allocation

- 국내 상장주식
- 채권
- Private equity
- Real estate
- Infra-structures

Portfolio Strategies

- Passive index funds / Quasi-indexing funds
- Value strategy
- Rule-based strategy (ex. quantitative fund)
- (smart-beta) ETFs

Active ownership policy

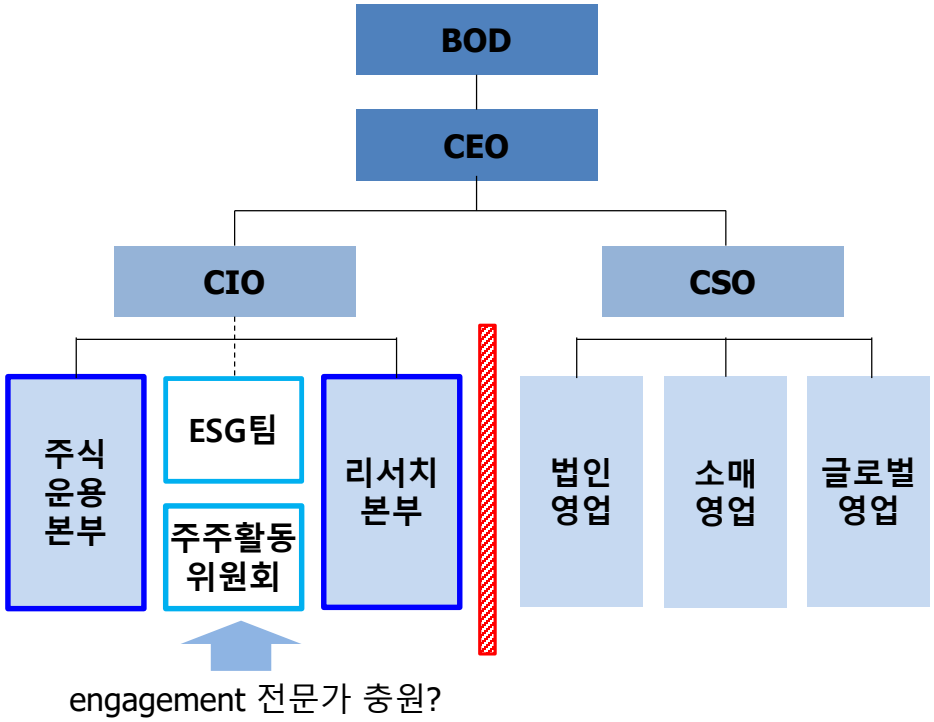
Objective	Engagement
▪ bad stock을 팔 수 없음 = 기업지배구조 향상 중요 ▪ 시장 전체의 성과/가치를 제고하는 것이 중요 = 포트폴리오 가치 ▲	▪ 매우 잘 분산된 포트폴리오 = 기업별 접근은 비효율적 ▪ widespread, low-cost 활용 ex. 기업지배구조 평가 등급이 낮은 기업에 중점
▪ underpriced 주요 원인 = transparency ▼ = free-cash flow ▲ ▪ underpriced 주요 원인 해소 = mispriced → equilibrium	▪ 정보 투명성 강화 요구 – 경영자의 자발적 공시 ▲ ▪ free-cash flow 배분 요구 – 새로운 투자 계획 마련 – 현금배당 수준 ▲

The benefits of active ownership is less related to investment strategies

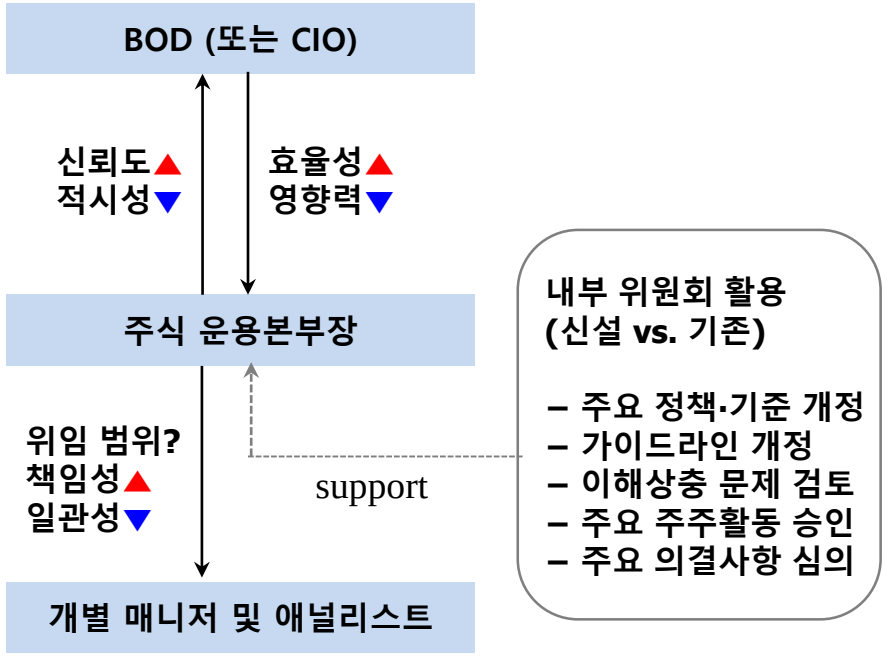
2. 조직 구성과 역할 분리

- 누가 책임지고 적극적인 주주권 행사를 이행할 것인가?
- 조직 구성 + 의사결정 체계 + 명확한 역할 배분 = 중요한 이해상충 방지 정책 중 하나!!!

누가 수행할 것인가?



누가 (최종) 결정할 것인가?



- **전체 Framework 구축(organizational structure, decision-making process, role allocation) → 효과적 이행**
- **적극적인 주주권 행사 이외의 이해관계가 의사결정 및 역할 수행에 개입할 여지를 최소화 시킬 필요**
  ex) 영업/마케팅 담당자를 내부 위원회 구성에서 제외, 주주활동 담당자를 영업/마케팅 업무에서 분리 등

1. Prioritization

- 한정된 자원을 expected benefit(risk)이 큰 target에 집중하는 것이 최적 = cost-benefit analysis
- key criteria: portfolio weight, ownership, specific sector, leaders or laggards, scandals, *etc*.

Key criteria	why important?, how to apply?...
Portfolio Weights	▪ portfolio weight ▲ = large effect to portfolio value = strongly motivated ▪ application – 보유 포트폴리오 내 투자 비중이 상위 χ % 이상인 기업 – 투자 비중이 α % 이상인 기업 (long-term하게 가져가는 종목)
Ownership	▪ ownership ▲ = 'exit threat' 또는 'voting against' pressure ▲ = influence ▲ – 또한 해당 기업의 firm-specific risk에 많이 노출 = monitoring incentive ▲ ▪ ex) CalPERS's Focus List Program – 가장 많은 지분을 보유한 기업들 중 underperform하는 기업을 선별 – improve governance practice → better stock performance (CalPERS's effect)
in the lowest ranks	▪ in the lowest rank = opportunity to enhance ▲ ▪ ex) 국민연금의 저배당 블랙리스트
Scandals	▪ prioritize "Reactive" over "Proactive" ▪ in-house 가용 자원, 역량/경험 등이 부족한 기관투자자에게 적합 – 다른 기관투자자의 관심도 집중되었을 가능성 ▲ ※ 주주총회 안건에 우선순위를 두는 방법도 비용을 상당 부분 줄여줄 것으로 예상

2. Objectives & Tracking results

- 명확한 목표 정립 = 일관된 메시지 전달, 목표 달성에 대한 평가 가능
- 결과에 대한 기록을 지속 = 'next step'에 대한 판단, 공시/투자자 보고에 유용한 자료

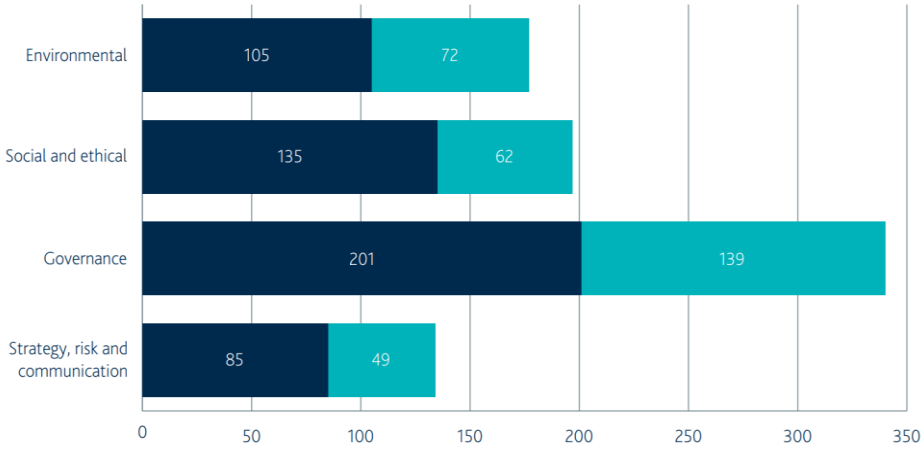
Case: Hermes EOS, Annual voting and engagement report 2017

Milestone status of engagement

Theme	Total engagement objectives	Engagement objective status				Completed engagement objectives	
		Objective set	Milestone 1	Milestone 2	Milestone 3	Milestone 4	Discontinued
Environmental	177	19	35	56	34	13	20
Social and ethical	197	15	25	61	69	10	17
Governance	340	25	58	110	80	44	23
Strategy, risk and communication	134	2	12	45	42	18	15
Total engagements	**848**	**61**	**130**	**272**	**225**	**85**	**75**

- Milestone 1: Concern raised
- Milestone 2: Acknowledgement of the issue
- Milestone 3: Development of a credible strategy
- Milestone 4: Implement of a strategy
- depending on each concern and objective

Engagement progress



No change → Next step

engagement intensity ▲
voting against managers
exit

Positive progress (moved forward 1 milestone)

3. Successful dialogue

- 기관투자자: 명확하고 구체적인 목표(또는 topic)설정, 대상 기업에 대한 충분한 정보를 갖출 것
- (기업: 주주 관여활동에 적극적으로 대응하기 위한 체계적인 프로세스 마련)

From corporate perspective: the barriers and enablers to investor-related factors

Enablers & Barriers

Objective

- Providing a list of questions in advance, so accurate information can be prepared for the dialogue
- Lack of preparation, posing questions/requests that are too generic, changing objectives over time

Informed

- Prior knowledge of corporate (ESG) performance and understanding corporate ability to address
- Lack of investor knowledge about the corporation (business model, relevant policies, *etc*.)

Applications

Case: T. Rowe Price's engagement

- 제약회사의 중대한 위험 요소 인지
  - serious patient-safety issues
  - consistently disappointing financial results
  - 주요 원인? 효과적인 해결책?
- target에 대한 충분한 정보 분석 = informed
  - financial distress → successful turn-around
  - 이사회가 은행, 구조조정 전문가로 구성
- 명확한 목표(objective) 설정
  - 경영 정상화 및 향후 성장을 위해서는 제약산업에 대한 전문성을 갖춘 이사회가 필요
  - 목표: 이사회 전문성, 질적 수준 향상
  - 요구 사항: 현재 이사회 구성 변경

Source: O'Sullivan and Gond (2016) , Gond (2017)

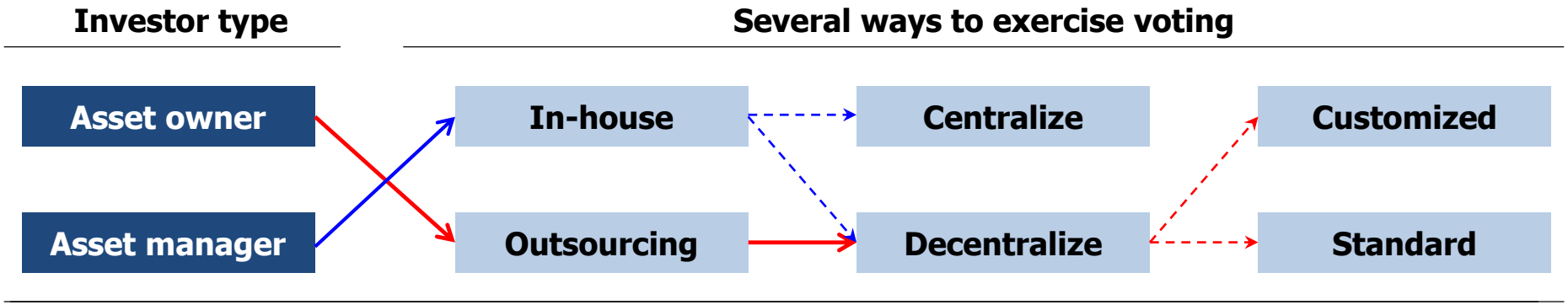
4. Escalation strategies

- 대화만으로 만족할 만한 결과를 얻지 못한 경우, 단계적으로 확장해 나가는 프로세스 필요
- 실무 담당자 → 이사회, 비공개 → 공개, 협력적 → 대립적, 단독 → 연대 등 다양한 전개 가능

Example: pay-performance link ▼	Factors taken into account
Step 1 Initial approach – IR 또는 실무 담당자 등과 (유선,서신) 대화 – 임원보수 정책에 관한 추가 자료 수집 – 현재 성과 연동 구조 및 개선 계획 등에 대해 만족할만한 설명을 듣지 못한 경우 **Step 2** Channel extension to board-level – 이사회 내 보상위원회 위원, 감사(위원) 등으로 대화 상대를 확장하고 대면 회의로 강도를 높임 – 구체적인 개선 대안을 확인할 수 없는 경우 – CEO, 이사회의장으로 대화 상대 확대 **Step 3** Voting against – 해당 이사 재선임/이사보수한도 승인 안건 반대 **Step 4** Exit threat or Divest as a last resort – 재무적 성과 악화가 지속되거나 개선 방안 마련이 지속적으로 지연되는 경우	▪ 대립적 관여활동은 중장기 관계를 약화시킬 우려 – ex) 반대 의결권 행사, 이사회 제안과 대립하는 주주제안, 소송 제기 등 ▪ 공개적 관여활동은 예상 밖의 반응을 초래할 위험 – ex) 공개서한 발송, 언론을 이용한 의견 제시 등 ▪ 주주 관여활동 확대 시 고려해야 할 사항 – Significance ◦ 위험 요소에 내재된 부정적 영향의 정도 ◦ 보유 포트폴리오에서 차지하는 비중 – Feasibility ◦ 보유 지분율 ◦ 다른 기관투자자의 입장, 지분율 등 ◦ 대화 과정에서 기업의 대응 정도 – Timeframe ◦ 예상 소요 기간 ↔ 투자 전략

1. Models to exercise voting

- 누가? 어떻게? 최종 의결권을 행사할 것인가를 우선 결정하는 것이 중요
- 자본시장법 개정안(투자일임업자 의결권 행사 가능)에 대비할 필요



- 국민연금이 투자일임계약을 체결한 외부 위탁자산운용사에 의결권 행사를 위임할 경우
  - 국민연금의 의결권 정책에 따를 것을 요청: consistency ▲, ex-post monitoring efforts ▲
  - 개별 의결권 정책에 모두 맡길 경우: consistency ▼, influence ▼, ex-ante due diligence works ▲
  - 어느 쪽이든 사전에 행사 범위, 행사 기준 등을 계약 사항에 명확하게 반영하고 공유할 필요

- 자산운용사가 의결권을 직접 행사하기로 결정한 경우
  - Centralize = 전담 인력/부서/위원회 지정: consistency ▲
  - Decentralize = 각 포트폴리오 매니저가 개별적으로 행사: consistency ▼, flexibility ▲
  - 어느 쪽이든 안건 분석을 내부적(specialists hired)/외부적(external advisors)으로 지원해 줄 필요

2. Combined with engagement

- 주주총회 전후 안건의 주요 쟁점사항에 대해 대화 필요, 특히 반대 의결권 행사 시!!!
- engagement의 prioritization/escalation 전략과 유기적으로 연결시켜 행사하는 것이 중요

Prioritization strategy

Criteria	**Scandal**
Specific theme	**경영자, 지배주주의 사회적 책임 이슈**

Voting guideline

- 횡령, 배임 등 기업 자원의 유용과 관련하여 법적 제재를 받았거나 기업가치 및 평판에 중대한 영향을 미칠 만큼 사회적 책임을 소홀히 한 이사 또는 지배주주의 선임/재선임을 반대
  - ex) 직원, 하청업체 대상 '갑질'

Unsuccessful initial approach

- concern raised
  - 감사위원회 전문성 ▼
- 이사회와 대화 시도
  - 소극적 대응

Letter to the board

- 이사회에 서신 발송
- 주주로서의 입장 전달
  - 현재 이사회 구성원의 재선임에 반대
- 반대 사유 표명
  - 모니터링 역할 소홀
  - 주주권리 보호 소홀

Voting against as escalation

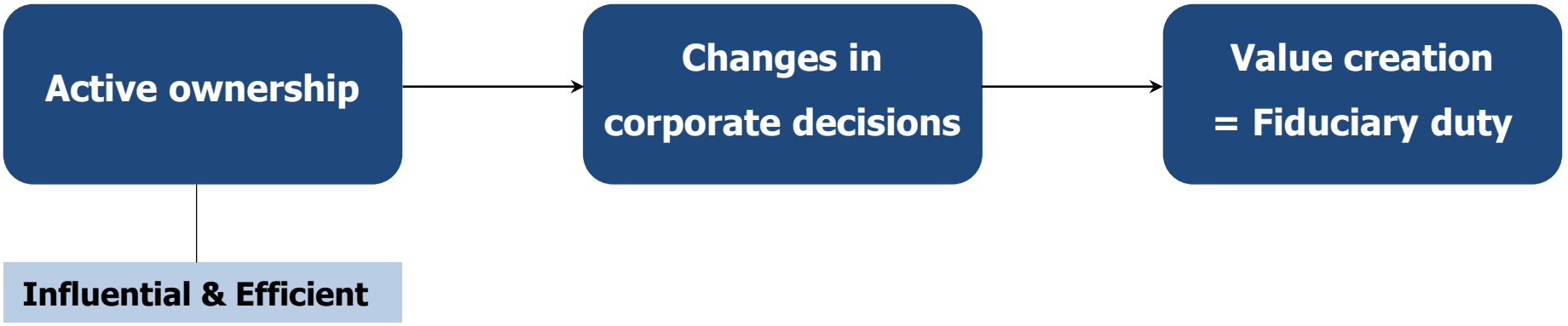
- 이사 재선임 안건에 대해 반대 의결권 행사
- 전문성이 낮은 감사위원 선임에 대해 반대 의결권 행사

Subsequent engagement

- 감사위원회 전문성 제고 방안에 대해 논의
  - 감사위원 전문성 요건 강화
- 주주 관여활동에 대한 대응 강화 방안에 대해 논의
  - 공식적인 소통 채널(부서) 마련

"Fit for purpose"

- 목표를 명확히 수립하고, 목표 달성에 적합한 수단을 유연하게 활용하는 것이 중요



- 각 기관투자자 고유의 투자 전략의 한 부분으로서 적극적 주주권 행사 정책을 수립할 것
- 체계적/독립적으로 주주권을 행사하기 위한 내부 framework을 우선 구축할 것
- 한정된 내부 자원을 주주권 행사에 효율적으로 배분할 것
- informed 투자자로서 위험 요소를 명확히 파악하고 일관된 topic으로 대화할 것
- 주주 관여활동과 의결권 행사를 전략적으로 유연하게 활용할 것