

주주행동주의의 유형과 효과

-주주제안이 기업 지배구조 및 가치에 미치는 영향-

기업의 주주권과 경영권 정책 세미나
2023.11.23

이준서 (동국대)

목 차

1. 주주 행동주의
2. 서론
3. 자료 및 방법론
4. 연구결과
 - 1) 주주제안 현황
 - 2) 지배구조 등급에 미치는 영향
 - 3) 기업가치에 미치는 영향
5. 결론 및 시사점

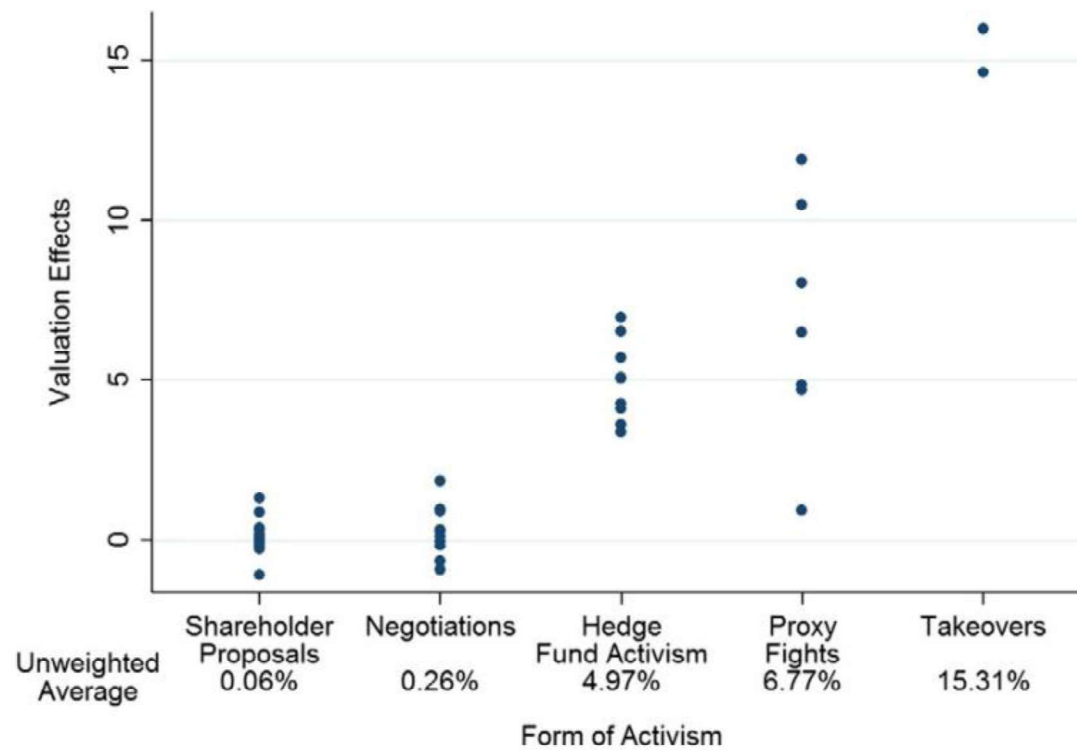
주주권 강화 활동 유형

***주주행동주의:** 회사의 경영 관행이나 전략을 바꾸기 위해 주주로서의 권리를 활용하려는 투자자의 다양한 노력

The activist continuum				
	Less aggressive	<.....>		More aggressive
Tactic	Shareholder engagement	Shareholder proposals	Vote no campaign	Proxy contest
What it is	A request to meet with management (and/or the board) to discuss the shareholder's concerns about the company	A non-binding resolution asking the company to pursue a course of action that appears on the proxy statement for shareholders to vote on	A campaign seeking to persuade shareholders to vote against members of a company's board or to withhold support on say-on-pay or other matters	An attempt to replace some or all of a company's board with directors nominated by the shareholder activist
Who is likely to use it	Everyone	Retail activists, advocacy groups	Institutional investors	Hedge funds

Source: The director's guide to shareholder activism, PWC (2021)

Valuation effects of different types of shareholder activism



Source: M.R. Denes et al. / Journal of Corporate Finance 44 (2017)

긍정적

기업가치 증가

- SEC Schedule 13D 또는 13G filing 이후
- Activist는 기업사냥꾼이 아님. 헤지펀드의 파일링 이후에도 주가 상승

기업정책 변화

- 장기 생산성, 수익성 증대
- 배당성향 (주주환원) 증대
- 기업지배구조 개선

경영 감시

- 기업경영에 대한 모니터링 기능
- 대리인 문제 해결

ACSS — Alexander et al. (2010); AWH— Anson et al. (2003); AGK — Appel et al. (2016); BBJ — Bebchuk et al. (2015), BFGW — Becht et al. (2015); BM — Bizjak and Marquette (1998); BGS — Boyson et al. (2016); BoM — Boyson and Mooradian (2011); BJK-a, BJK-b — Brav et al. (2009, 2015); BJMT — Brav et al. (2014); BJPT — Brav et al. (2008); CW — Cai and Walkling (2011); CNW — Carleton et al. (1998); CGD — Caton et al. (2001); CF — Cronqvist and Fahlenbrach (2009); CGG — Cuñat et al. (2012); DD — DeAngelo and DeAngelo (1989); DH — Del Guercio and Hawkins (1999); DSW — Del Guercio et al. (2008); DW — Dodd and Warner (1983); ESM — English et al. (2004); EFM — Ertimur, Ferri and Muslu (2010); EFS — Ertimur, Ferri and Stubben (2010); GGJ — Gantchev et al. (2015); GJ — Gantchev and Jotikasthira (2015); GS — Gillan and Starks (2000); GC — González and Calluzzo (2016); GrS — Greenwood and Schor (2009); HIZ — Helwege et al. (2012); IL — Ikenberry and Lakonishok (1993); JK — John and Klein (1995); JPS — Johnson et al. (1997); JS-a — Johnson and Shackell (1997); JS-b — Johnson and Swem (2015); KMW — Karpoff et al. (1996); KZ-a, KZ-b — Klein and Zur (2009, 2011); MOY — Matsusaka et al. (2015); MP — Mulherin and Poulsen (1998); NOS — Norli et al. (2015); OS — Opler and Sokobin (1997); PR — Prevost and Rao (2000); PRW — Prevost et al. (2012); RS — Renneboog and Szilagyi (2011); SS — Song and Szewczyk (2003); SWZ — Strickland et al. (1996); TC — Thomas and Cotter (2007); and WWZ — Wahal et al. (1995). Albuquerque et al.(2021)

부정적

부작용

- 단기차익 우선주의: 기업의 지속가능성 저해, 연구개발, 시설투자, 고용 감소, 근로자의 희생에 의한 부의 이전에 불과
- 기업 경쟁력 약화: 경영권 방어를 위해 자기 주식 매입 등 과도한 비용 발생, 방어에 성공하였더라도 경쟁력 저하, 피해는 일반 투자자의 몫
- Wolf pack activism: 감독당국에 신고해야 할 비율 이하 지분 보유 중 다른 투자자와 연대하여 Target 회사 공격. 시장 규정 무력화

해결책

- 주주 행동주의 펀드의 의결권 행사 10%를 유지
- 주식 대량보유 신고제도 5%에서 3%로 변경
- 차등의결권 및 포이즌 필 제도 도입
- 펀드에 대한 공시 강화
- 법인 간 주식교차 보유 허용, 적대적 M&A 방지를 위한 신주발행금지나 계열사 초과지분에 대한 의결권행사 금지제도 철폐
- 의결권 자문사에 대한 감독 강화
- 스튜어드십 코드 시행에 대한 기관투자자의 자율성 보장

자료: 주주행동주의에 대한 대응과 자본시장법 시행령 등의 개정을 통한 기관투자자의 의결권 행사의 문제점 (최준선, 2020)

Motivation

기관투자자들의 적극적인 주주권 행사

- 기관투자자의 주주총회 의결권 행사 추이

(단위: 건, 개, %,)

시장구분	기관 투자자	총 행사 건수	찬성		반대		중립		불행사		기업수
			건수	비율	건수	비율	건수	비율	건수	비율	
2016년	89	18,234	17,573	96.4	401	2.2	259	1.4	775	4.3	649
2017년	112	19,280	18,462	95.7	553	2.8	265	1.4	1,058	5.5	702
2018년	136	21,230	19,948	93.9	974	4.6	308	1.4	1,788	8.4	736
2019년	164	24,475	20,943	85.6	1,328	5.4	100	0.4	2,104	8.6	755
2020년	181	22,906	19,021	83.0	1,138	4.9	159	0.7	2,588	11.3	812
2021년	193	21,496	16,666	77.5	938	4.3	139	0.6	3,753	17.4	742

자료: 전자공시시스템(KiNet), 대신자배구조연구소

- 국민연금 의결권 행사 내역

행사년도	주식투자 기업수	행사 주총수	행사 안건수	행사내역		
				찬성 (비중)	반대 (비중)	중립/기권 (비중)
2022년	1,143	825	3,439	2,625 76.33%	803 23.35%	11 0.32%
2021년	1,208	773	3,378	2,808 83.13%	549 16.25%	21 0.62%
2020년	1,033	854	3,397	2,854 84.02%	535 15.75%	8 0.24%

자료: 국민연금 기금운용본부

스튜어드십코드 도입 기관투자자 증가

합계	연기금	보험사	자산운용사	PEF운용사	증권사	투자자문사	서비스기관	은행	기타
217	4	5	58	64	6	3	5	2	70

자료: 한국ESG기준원 ('23 11월 기준)

Motivation

스튜어드십코드 도입 이후 주주관여활동 증가

〈주주관여대상 기업 및 기관투자자 수〉

	기업 수			기관투자자 수	
	KOSPI	KOSDAQ	합계	국내	해외
2015	2	1	3	1	2
2016	4	0	4	3	0
2017	7	3	10	3	2
2018	49	14	63	10	3
2019	42	15	57	15	4
2020	23	9	34	12	7
2021	15	7	22	9	4
2022	39	10	52	15	3

〈주주관여 활동 유형별 건수〉

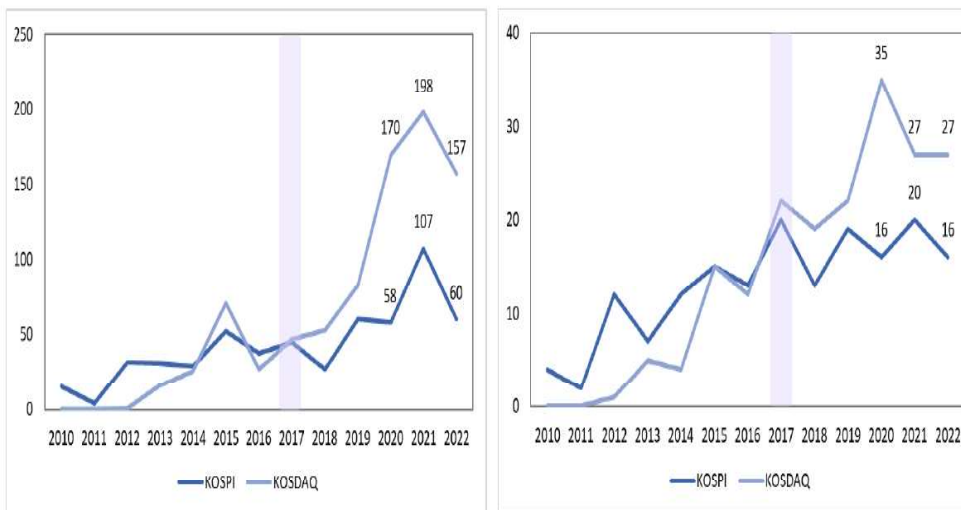
	주주관여 유형					
	주주서한	대화·미팅	캠페인	소송	의결권 대리행사	합계
2015	0	0	0	1	2	4
2016	1	2	0	0	0	4
2017	10	0	0	3	2	16
2018	26	5	0	9	3	44
2019	33	7	0	8	14	64
2020	44	5	2	14	6	77
2021	29	18	1	4	3	60
2022	53	74	4	15	6	159

자료: 국내 주주활동의 유형 및 주제별 현황과 효과 (이윤아 2023)

Motivation

주주제안 안건 수 및 가결비율 증가

<연도별 주주제안 안건 수 및 기업 수>



자료: 국내 주주활동의 유형 및 주제별 현황과 효과 (이윤아 2023)

<주주제안 표결 결과>

	가결	수정가결	부결	자동폐기	미결의	안건폐기	자진철회
2017	10 (10.9%)	0	74	7	0	0	1
2018	7 (8.8%)	0	56	6	0	10	1
2019	17 (11.9%)	0	92	16	0	7	11
2020	37 (16.2%)	1	169	3	0	1	17
2021	34 (11.1%)	1	220	26	12	8	4
2022	53 (24.4%)	0	135	18	8	0	3

Motivation

주주제안 상정 안건 유형 및 승인 현황

표 4. 2017 년~2019 년 정기주주총회 주주제안 안건 상정 현황

주주제안 형태 주1)			2017년		2018년		2019년	
자본시장법 시행령 제154조 제1항	1. 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지	선임	27건	40.0%	28건	40.3%	63건	64.0%
		해임	1건		1건		8건	
	2. 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 주2)		2건	2.9%	10건	13.9%	9건	8.1%
	3. 회사의 자본금의 변경		3건	4.3%	1건	1.4%	3건	2.7%
	4. 회사의 배당의 결정		22건	31.4%	17건	23.6%	18건	16.2%
	5. 회사의 합병, 분할과 분할합병		-	-	-	-	-	-
	6. 주식의 포괄적 교환과 이전		-	-	-	-	-	-
	7. 영업전부의 양수·양도 또는 중요한 일부의 양수·양도		-	-	-	-	-	-
	8. 자산 전부의 처분 또는 중요한 일부의 처분		-	-	-	-	-	-
	9. 영업전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손익 전부를 같이하는 계약, 그 밖에 이에 준하는 계약의 체결, 변경 또는 해약		-	-	-	-	-	-
10. 회사의 해산		-	-	-	-	-	-	
소계		55건	78.6%	57건	79.2%	101건	91.0%	
11. 기타		15건	21.4%	15건	20.8%	10건	9.0%	
계		70건	100.0%	72건	100.0%	111건	100.0%	

자료: 대신지배구조연구소, 주주총회 소집결의/공고/결과

표 5. 2017 년~2019 년 정기주주총회 주주제안 안건 승인 현황

주주제안 형태 ^{주1)}		2017년			2018년			2019년		
		승인	부결	승인 비율	승인	부결	승인 비율	승인	부결	승인 비율
자본시장법 시행령 제154조 제1항	1. 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지	2건	26건 ^{주1)}	7.1%	9건	20건 ^{주1)}	31.0%	18건	53건	25.4%
	2. 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경 ^{주2)}	1건	1건	50.0%	0건	10건	0.0%	2건	7건	22.2%
	3. 회사의 자본금의 변경	0건	3건	0.0%	0건	1건	0.0%	0건	3건	0.0%
	4. 회사의 배당의 결정	0건	22건	0.0%	0건	17건	0.0%	2건	16건	11.1%
	5. 회사의 합병, 분할과 분할합병	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	6. 주식의 포괄적 교환과 이전	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	7. 영업전부의 양수·양도 또는 중요한 일부의 양수·양도	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	8. 자산 전부의 처분 또는 중요한 일부의 처분	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	9. 영업전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손익 전부를 같이하는 계약, 그 밖에 이에 준하는 계약의 체결, 변경 또는 해약	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	10. 회사의 해산	-	-	-	-	-	-	-	-	-
소계		3건	52건	5.5%	9건	48건	15.8%	22건	79건	21.8%
11. 기타		4건	11건	26.7%	0건	15건	0.0%	3건	7건	30.0%
계		7건	63건	10.0%	9건	63건	12.5%	25건	86건	22.5%

자료: 대신지배구조연구소, 주주총회 소집결의/공고/결과

주주제안

주주제안(shareholder proposal)

- 개념: 주주가 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 회사의 이사에게 제안할 수 있는 권리
- 규정: 상법 제363조의2 제1항, 제542조의6 제2항, 상법 시행령 제32조
- 안건: 임원선임이나 해임, 정관변경, 자본금변경, 회사합병 등 경영권에 영향을 주는 이슈 (경영참여)
- 규정: 자본시장법 시행령 제154조 제1항
- 의의: 대리인 비용 감소 및 경영자의 참호구축 동기를 축소시킨다는 측면에서 지배구조와 관련되어 중요한 외부통제 수단
- Bebbchuk(2005), Harris and Raviv(2008): 효율적 모니터링 수단, 경영진에 보내는 신호효과 존재

상법

제363조의2(주주제안권) ①의결권없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 이사에게 주주총회일(정기주주총회의 경우 직전 연도의 정기주주총회일에 해당하는 그 해의 해당일. 이하 이 조에서 같다)의 6주 전에 서면 또는 전자문서로 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 제안(이하 '株主提案'이라 한다)할 수 있다. <개정 2009. 1. 30.>

②제1항의 주주는 이사에게 주주총회일의 6주 전에 서면 또는 전자문서로 회의의 목적으로 할 사항에 추가하여 당해 주주가 제출하는 의안의 요령을 [제363조](#)에서 정하는 통지에 기재할 것을 청구할 수 있다. <개정 2009. 1. 30., 2014. 5. 20.>

③이사는 제1항에 의한 주주제안이 있는 경우에는 이를 이사회에 보고하고, 이사회는 주주제안의 내용이 법령 또는 정관을 위반하는 경우와 그 밖에 [대통령령](#)으로 정하는 경우를 제외하고는 이를 주주총회의 목적사항으로 하여야 한다. 이 경우 주주제안을 한 자의 청구가 있는 때에는 주주총회에서 당해 의안을 설명할 기회를 주어야 한다. <개정 2009. 1. 30.>

[본조신설 1998. 12. 28.]

제542조의6(소수주주권)

② 6개월 전부터 계속하여 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 1천분의 10([대통령령](#)으로 정하는 상장회사의 경우에는 1천분의 5) 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 [제363조의2\(제542조\)](#)에서 준용하는 경우를 포함한다)에 따른 주주의 권리를 행사할 수 있다.

자본시장법

제154조(대량보유 등의 보고에 대한 특례) ① [법 제147조제1항](#) 후단에서 “대통령령으로 정하는 것”이란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 위하여 회사나 그 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사(「상법」, 그 밖의 다른 법률에 따라 「[상법](#)」 [제363조의2](#)·[제366조](#)에 따른 권리를 행사하거나 이를 제3자가 행사하도록 하는 것과 [법 제152조](#)에 따라 의결권 대행사를 권유하는 것을 포함하며, 단순히 의견을 전달하거나 대외적으로 의사를 표시하는 것은 제외한다)하는 것을 말한다. <개정 2014. 12. 9., 2020. 1. 29.>

1. 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지. 다만, 「[상법](#)」 [제385조제2항\(같은 법 제415조\)](#)에서 준용하는 경우를 포함한다) 또는 [제402조](#)에 따른 권리를 행사하는 경우에는 적용하지 않는다.

2. 이사회 등 「[상법](#)」에 따른 회사의 기관과 관련된 정관의 변경. 다만, 제2항 각 호의 어느 하나에 해당하는 자 또는 그 밖에 금융위원회가 정하여 고시하는 자가 투자대상기업 전체의 지배구조 개선을 위해 사전에 공개한 원칙에 따르는 경우에는 적용하지 않는다.

3. 회사의 자본금의 변경. 다만, 「[상법](#)」 [제424조](#)에 따른 권리를 행사하는 경우에는 적용하지 않는다.

4. 삭제 <2020. 1. 29.>

5. 회사의 합병, 분할과 분할합병

6. 주식의 포괄적 교환과 이전

7. 영업전부의 양수·양도 또는 [금융위원회가 정하여 고시하는](#) 중요한 일부의 양수·양도

8. 자산 전부의 처분 또는 [금융위원회가 정하여 고시하는](#) 중요한 일부의 처분

9. 영업전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손익 전부를 같이하는 계약, 그 밖에 이에 준하는 계약의 체결, 변경 또는 해약

10. 회사의 해산

Purpose

연구내용

- 주주제안이 기업의 지배구조 및 가치에 미치는 영향
- 스튜어드십 코드 도입 전후 비교

지배구조 관련

- 기업별: 연도별, 스튜어드십코드 도입 전후 주주제안 이후 지배구조 개선도 분석
- 안건별: 원등급 및 조정등급의 변화여부, 찬성, 반대, 대항경영자제안 존재 시 등급 변화, 찬성비율에 따른 등급변화
- 기관투자자별: 찬성비율에 따른 등급변화

기업가치 관련

- 누적초과수익률: (-14,14), (-5,5) (-1,1) (0.1) (0.3)
- 안건별, 찬성별, 찬성율에 따른 누적초과수익률 변화 여부

Contributions

■ 종합적 실증 연구

- 주주제안과 관련된 국내 재무금융 부문의 최초 연구
- 주주제안 제도 개선을 위한 회사법, 자본시장법 등 법적 관점에서의 접근

■ 주주권 행사 강화에 대한 직접적 연구

- 주주권 행사와 관련된 시의성 있는 연구
- 스튜어드십 코드 도입으로 인한 주주권 강화 영향 분석

■ 시장 참여자에 시사점 제공

- 개인투자자: 주주제안을 투자전략의 하나로 활용
- 기관투자자: 특정기업에 대한 의결권 행사방향 설정
- 기업: 기관투자자별 대응전략 수립
- 금융당국: 주주제안 및 결과에 대한 공시, 대항안건 우선 상정 등 실효적 주주제안을 위한 제도개선 방향 모색

제도의 한계점

절차상의 한계점 (KCGI '19, 안수현 '20, 장정애 '19, 전현정 '18, 성민섭 '16 등)

- 주주제안 요건: 발행주식 총수의 3%(비상장) 1%(상장), 0.5%(대기업)으로 소액주주의 기회 원천봉쇄. 미국의 경우 발행주식총수의 1% 또는 시가 2,000달러 이상을 1년 이상 보유
- 주총소집 통지 요건: 주주제안서 제출기한은 주총 6주 전, 주총 소집통지서 발송은 주총 2주전. 주주가 주총 6주 전 주총 개최사실을 알기 어려움.
- 주주제안 내용 정보 부족: 주주제안 상정 시 제안자 정보, 제안취지, 필요성 등 의사결정에 필요한 정보 제공 미비

내용상의 한계점

- 주주제안 대상의 한계: 주총 권한은 '상법과 정관에서 정한 사항'에 한정. 원칙적으로 경영에 관한 사항은 주주제안 대상이 되지 못함. 미국의 경우 SEC는 company's ordinary business operation에 대해 주주제안을 제한하고 있지만 예외 인정
- 이사회에 주주제안 무력화 가능성: 양립할 수 없는 복수의 주주제안, 논리적 구분되는 내용의 단일 안건 상정의 경우 이사회가 이를 수정 가능. 이사회에 주주제안 거부 시 제재 규정 없음.

Effects of shareholder activism on target firm value and governance features as well as characteristics of target firm.

Shareholder proposal							
Study	Abnormal return (%)						
Panel A: Short-term valuation effects		Panel C: Governance features			Panel C: Other firm characteristics		
Initial press announcements:		CEO turnover			Leverage		
KMW	−0.22	KMW	No change		JK	Same	
Smith	−0.08	Smith	No change		KMW	High	
Wahal	0.30	DH	No change		SWZ	Same	
DH	−0.00				EFS	High	
Proxy mailing date:		Board composition			RS	High	
KMW	−0.12	PRW	Increase ind		Insider ownership		
SWZ	0.13	DH	Increase		KMW	Same	
Wahal	−0.30	DH	No change		Smith	Same	
GS	0.05 ^{NA}	JPS	No change		BM	Low	
PR	−1.10 ^{**}	JS-a	No change		EFS	Low	
TC	−0.05	EFM	Decrease		Firm size (e.g., book value of asse		
CW	−0.12	Smith	53% "success		JK	High	
RS	0.36 ^{***}	Wahal	31% "success		KMW	High	
PRW	0.89	Governance changes accep			Smith	High	
Shareholder meeting date:		Other governance features			SWZ	High	
KMW	−0.06	BM	Increase		JS-a	High	
SWZ	−0.13	TC	Increase		BM	High	
DH	0.07	(e.g., poison pills, board di			Institutional ownership		
TC	0.16 [*]				JK	High	
CGG	1.31 ^{***}				KMW	High	
Panel B: Long-run returns					Smith	High	
Smith	2.84 ^{***}				JS-a	Low	
Wahal	−0.1				BM	High	
DH	−3.52				EFM	Low	
PR	19.9				RS	Low	
PRW	4.44				Proportion of outside direct		
					BM	High	
					EFM	High	
					EFS	High	
					RS	High	
					EFS	High	
					RS	High	

Source: M.R. Denes et al. / Journal of Corporate Finance 44 (2017)

자료

주주제안 의결권 행사 자료

- 한국ESG기준원 의결권정보광장(VIP)
- 사전철회, 이사회 의 상정 거부, 가결 및 부결 미확인 안건 제외
- 주총안건이 각 호별로 구분, 대항 경영자 제안도 파악 가능, 안건별로 반대기관 수, 안건유형, 제안자 표시
- 기관투자자별 찬성, 반대, 중립, 불행사에 대한 건수 및 의안별 의결권 행사내역 설명

지배구조 등급

- 한국ESG기준원의 ESG 등급 활용
- 이슈 발생 시 수시로 등급 공시:주총 전 등급은 전년 10월, 주총 후 등급은 당해년 4월 등급 활용

표본기간

- 2010년부터 2021년까지
- 91개 기업, 474건

방법론

지배구조 등급

- 등급에 대해 서열척도 부여: A+ A B+ B C D에 대해 6점~1점
- 등급 자료의 non-stationary 통제를 위해 조정 등급 활용 : $adjGRT_{i,t} = GRT_{i,t} - MGRT_{i,t}$

누적초과수익률

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\beta_0 + \beta_1 R_{m,t})$$

$$CAR_i[\tau_1, \tau_2] = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i,t}$$

- Event window: (-14,14), (-5,5), (-3,3), (-1,1), (0,1), (0,3)

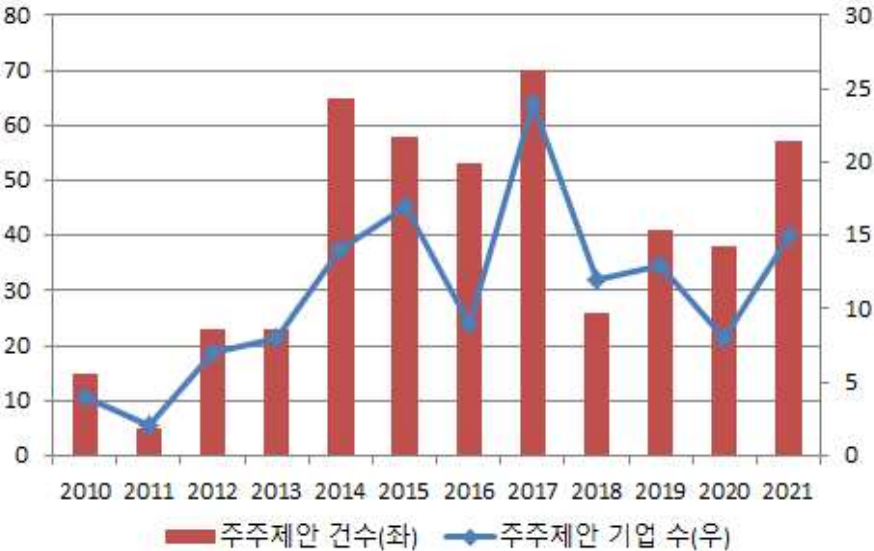
Clustering Regression

$$\Delta adjGRT_{i,t}(\Delta GRT_{i,t}) = \alpha + \beta_1 CPLR_{i,a,t} + \sum_{n=1}^m \gamma_n CTR_{n,i,t} + \epsilon_{i,a,t}$$

- Hausman test를 통해 내생성 통제

주주제안 현황

연도별 주주제안 현황



주주제안 안건별 의결권 행사 현황

	안건내용	총 안건	100% 찬성	100% 반대	찬성 반대 혼재	중립 불행사 미공시
지배구조	정관변경	69	28	4	19	18
	사외이사선임	111	16	6	36	53
	회장 대표이사(1), 사내이사(88), 기타비상무이사 선임(10)	99	13	3	7	76
	감사(47)또는 감사위원(31) 선임	78	14	10	26	28
	임원해임	5	0	0	1	4
자본구조	자본증가 또는 감자(6), 유상감자(1),주식분할 또는 병합(5) 주식매수선택권(1)	13	1	1	6	5
	채무제표(이익배당) 승인	58	11	7	20	20
사업전략	회사 또는 사업의 매각 및 인수(1), 분할 및 합병(8)	9	0	2	3	4
	이사 보수(3)또는 감사보수(3) 한도	6	0	3	2	1
	기타	26	3	4	2	17
합		474	86	40	121	227

지배구조 등급 변화

기업별 및 안건별 분석

주주제안 이후 지배구조 등급 변화 (기업별, 연도별)

	주주제안 전		주주제안 후		차이		t-값	
	원 등급	조정등급	원 등급	조정등급	원 등급	조정등급	원 등급	조정등급
전체	2.88	-0.13	3.19	0.10	0.30	0.23	4.00***	3.09***
기업집단	3.27	0.19	4.18	0.89	0.91	0.70	3.63***	3.22***
스튜어드십 후	3.00	-0.07	3.39	0.22	0.39	0.29	3.73***	2.62**
스튜어드십 전	2.72	-0.21	2.89	-0.05	0.17	0.16	1.66	1.63
2021	3.50	0.14	4.10	0.54	0.60	0.40	2.71**	1.85*
2020	3.38	0.24	3.88	0.52	0.50	0.28	1.18	0.66
2019	2.85	-0.06	3.00	-0.14	0.15	-0.08	0.81	-0.4
2018	3.42	0.31	3.92	1.01	0.50	0.70	2.17*	3.04**
2017	2.52	-0.46	2.87	-0.24	0.35	0.22	1.78*	1.12
2016	2.63	-0.27	2.75	-0.23	0.13	0.04	0.55	-0.11
2015	2.73	-0.23	2.93	0.10	0.20	0.33	0.82	1.36
2014	2.50	-0.34	2.75	-0.27	0.25	0.07	1.39	0.61
2013	2.71	-0.29	3.00	0.08	0.29	0.37	1.55	2.2*
2012	3.40	0.34	3.20	0.10	-0.20	-0.24	-1.00	-0.9

주주제안 이후 지배구조 등급 변화 (안건별)

	주주제안 전		주주제안 후		차이		t-값	
	원 등급	조정등급	원 등급	조정등급	원 등급	조정등급	원 등급	조정등급
전체	2.84	-0.21	3.18	0.09	0.34	0.30	7.12***	5.75***
스튜어드십 후	3.02	-0.04	3.59	0.41	0.57	0.45	7.72***	5.72***
스튜어드십 전	2.62	-0.38	2.67	-0.26	0.06	0.12	1.20	1.51
사외이사선임	2.94	-0.10	3.28	0.20	0.33	0.30	3.38***	2.78***
사내이사선임	2.53	-0.47	2.75	-0.34	0.22	0.13	1.73*	0.98
감사선임	2.81	-0.21	2.88	-0.16	0.06	0.05	0.65	0.09
임원해임	2.20	-0.73	2.00	-0.93	-0.20	-0.21	-1.00	-1.24
정관변경	3.13	-0.08	3.97	0.71	0.83	0.79	5.53***	4.81***
자본증감	3.17	0.15	3.33	0.32	0.17	0.17	0.80	0.78
분할합병	2.43	-0.54	3.14	0.11	0.71	0.65	3.87***	3.96***
재무제표승인	2.90	-0.14	3.22	0.11	0.31	0.25	3.17***	2.63**
이사감사보수	3.67	0.54	4.00	0.78	0.33	0.24	1.58	1.29
기타	2.46	-0.52	2.81	-0.17	0.35	0.35	2.21**	2.23**

지배구조 등급 변화

찬성/반대 여부 및 찬성 비율에 대한 분석

주주제안 찬성 및 반대여부에 따른 지배구조 등급 변화

	주주제안 전		주주제안 후		차이		t-값	
	원	조정	원	조정	원	조정	원	조정
	등급	등급	등급	등급	등급	등급	등급	등급
주주제안 찬성 ¹⁾	2.96	-0.24	3.72	0.06	0.74	0.29	4.69***	5.58***
주주제안 반대 ¹⁾	3.21	-0.20	3.75	0.01	0.54	0.21	8.12***	4.17***
대항 경영자제안 존재	3.07	-0.21	3.66	0.01	0.59	0.22	8.46***	4.42***
주주제안찬성 경영자제안 반대 ²⁾	2.68	-0.25	3.41	0.51	0.73	0.75	3.31***	4.55***
주주제안반대 경영자제안 찬성 ²⁾	3.20	0.10	3.85	0.36	0.65	0.25	4.45***	1.42

주) 1) 1개의 기관투자자들이라도 찬성(반대)하는 경우.
2) 대항 경영자제안이 존재하는 안건 중 주주제안 100% 찬성(반대), 경영자제안 100% 반대(찬성).

안건별 주주제안 찬성비율의 지배구조 등급 변화에 대한 회귀분석 결과

	계수		t-값		n
	원등급	조정등급	원등급	조정등급	
전체	0.29	0.34	1.68*	1.87*	214
스튜어드십 도입 이후	0.35	0.43	1.65*	1.80*	143
스튜어드십 도입 이전	0.16	0.15	0.68	0.65	71
사외이사선임	-0.55	-0.24	-1.29	-0.56	45
사내이사선임	-1.42	-1.12	-1.71	-1.36	41
감사선임	-0.08	0.07	-0.29	0.23	40
정관변경	1.24	1.10	2.09**	1.81*	48
재무제표승인	0.40	0.21	1.32	0.69	35

지배구조 등급 변화

기관투자자별 분석

기관투자자 형태별 주주제안 의결 현황 (단위:%)

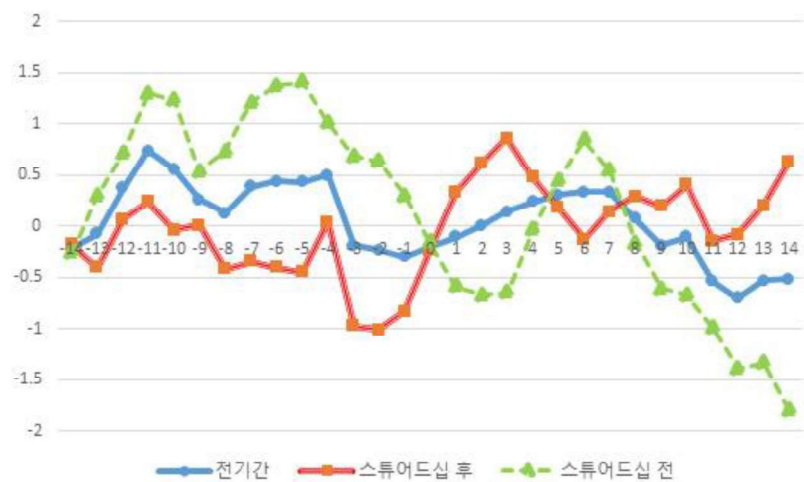
	기관수	의결수	찬성	반대	중립	불행사	미공시
대규모기업집단	22	632	30.4	61.7	1.7	4.9	1.3
외국계	32	536	49.1	45.9	0.9	2.8	1.3
전문운용	39	560	57.3	30.7	3.9	6.3	1.8
은행계열	20	234	44.0	46.6	3.0	2.6	3.8
연기금	3	271	54.6	36.2	0.0	7.0	2.2
전체	116	2,233	46.0	45.5	2.0	4.8	1.8

기관투자자별 주주제안 찬성의 지배구조 등급 변화에 대한
회귀분석 결과

	전체		스튜어드십도입 이후		스튜어드십도입 이전	
	원등급	조정등급	원등급	조정등급	원등급	조정등급
연기금	0.29***	0.25***	0.47***	0.44***	-0.17***	-0.23***
은행계열	-0.09	-0.15*	-0.22**	-0.24**	-0.18	-0.18
전문운용	-0.12**	-0.11**	-0.16**	-0.14**	-0.09	-0.11*
외국계	0.03	0.02	0.16**	0.05*	0.10*	0.13**
대규모기업집단	0.00	0.07	-0.19***	-0.07	0.27***	0.30***

기업가치

주주제안에 따른 누적초과수익률



주주제안에 따른 누적초과수익률

	(-14,14)	(-5,5)	(-3,3)	(-1,1)	(0,1)	(0,3)
전기간	-0.51	-0.13	-0.35	0.13	0.19	0.44
스튜어드십코드 후	0.64	0.58	0.82	1.35	1.17	1.69
스튜어드십코드 전	-1.79	-0.93	-1.66*	-1.23**	-0.89*	-0.95
코드도입 전후차이	2.43	1.51	2.48	2.58	2.06	2.64
t 값	(0.91)	(0.91)	(1.96)*	(2.34)**	(1.90)*	(1.83)*

안건별 주주제안에 따른 누적초과수익률

A: 전기간						
	(-14,14)	(-5,5)	(-3,3)	(-1,1)	(0,1)	(0,3)
전체	1.61	1.90***	1.64***	2.07***	2.75***	3.57***
사외이사선임	-0.07	1.56	1.51	2.30*	2.91**	3.39**
사내이사선임	-4.57	-0.96	0.78	1.72	2.64**	2.85*
감사선임	1.30	1.31	1.13	0.42	0.52	1.23
임원해임	-8.55	-3.19	-2.13	-10.19**	-3.10***	-3.33**
정관변경	10.37***	7.60***	4.55***	8.14***	9.37***	11.20***
자본증감	-5.11**	-4.14***	-2.04**	0.01	-0.76	-2.20*
분할합병	5.44	3.44	2.62*	1.81*	1.36	3.28*
재무제표승인	2.78	2.43*	1.64	0.89	0.81	1.95**
이사감사보수	10.67*	3.62	3.70	0.49	1.32	4.22*
기타	3.61	1.44	0.88	-2.21*	-0.27	1.43
B: 스튜어드십 코드 도입 이후						
	(-14,14)	(-5,5)	(-3,3)	(-1,1)	(0,1)	(0,3)
전체	3.95**	4.11***	3.30***	5.09***	5.21***	6.63***
사외이사선임	4.66	5.48**	4.18***	5.81***	5.95***	7.49***
사내이사선임	1.79	3.21	4.30**	5.94**	5.93**	8.39**
감사선임	-2.73*	-0.61	0.02	0.36	-0.07	0.44
정관변경	12.21***	9.60***	6.10***	10.92***	11.55***	13.77***
자본증감	-4.49	-4.18**	-2.09	-0.59	0.10	-0.22
분할합병	0.79	2.28	2.16	4.06	0.95	0.19
재무제표승인	0.75	0.71	0.70	0.53	0.47	0.87
이사감사보수	13.10	7.34	7.81**	2.15	2.34	5.01*
기타	-2.39	0.48	0.01	0.64	1.20	0.57

기업가치

찬성/반대여부 및 찬성율에 대한 분석

주주제안 의결권 행사에 따른 누적초과수익률

A: 전기간	(-14,14)	(-5,5)	(-3,3)	(-1,1)	(0,1)	(0,3)
주주제안 찬성 ¹⁾	2.91*	2.58**	1.58**	3.93***	4.49***	4.93***
주주제안 반대 ¹⁾	2.81**	3.04***	1.94***	2.98***	3.49***	4.04***
대항 경영자제안	3.95**	3.09**	1.77**	3.72***	4.04***	4.46***
주주제안 찬성 경영자제안 반대 ²⁾	4.92	2.55	1.55	6.02***	6.77***	7.15***
주주제안 반대 경영자제안 찬성 ²⁾	6.87*	4.71**	3.23**	4.02*	4.74**	5.58**
B: 스튜어드십 코드 도입이후	(-14,14)	(-5,5)	(-3,3)	(-1,1)	(0,1)	(0,3)
주주제안 찬성 ¹⁾	6.48***	5.59***	3.85***	6.97***	7.32***	8.44***
주주제안 반대 ¹⁾	5.08**	5.23***	3.38***	4.99***	5.18***	5.69***
대항 경영자제안	7.80***	6.51***	4.24***	6.37***	6.65***	7.76***
주주제안 찬성 경영자제안 반대 ²⁾	11.00**	6.94**	5.47***	11.00***	11.41***	13.69***
주주제안 반대 경영자제안 찬성 ²⁾	10.70*	7.17*	5.53**	6.71	6.37	7.24

주) 1) 1개의 기관투자자들이라도 찬성(반대) 경우.
2) 대항 경영자제안이 존재하는 안건 중 주주제안 100% 찬성(반대), 경영자제안 100%반대(찬성) 경우.

안건별 주주제안 찬성비율의 누적초과수익률 변화에 대한 회귀분석 결과

A: 클러스터링 회귀분석	(-14,14)	(-5,5)	(-3,3)	(-1,1)	(0,1)	(0,3)
전기간	-3.44 (-0.89)	-3.64 (-1.38)	-1.77 (-0.99)	1.18 (0.48)	1.38 (0.54)	0.64 (0.20)
스튜어드십코드 후	0.86 (0.14)	-0.35 (-0.09)	1.16 (0.46)	4.50 (1.10)	5.18 (1.23)	6.77 (1.35)
스튜어드십코드 전	-8.69 (-2.21)**	-7.62 (-3.16)***	-5.38 (-2.50)**	-2.83 (-2.75)***	-3.32 (-2.45)**	-7.12 (-3.09)***
B: 상호작용항 포함 회귀분석	(-14,14)	(-5,5)	(-3,3)	(-1,1)	(0,1)	(0,3)
찬성비율	-8.69 (-1.49)	-7.62 (-1.94)*	-5.38 (-2.04)**	-2.83 (-0.77)	-3.32 (-0.87)	-7.12 (-1.53)
코드도입 전후	2.47 (0.45)	2.39 (0.65)	1.29 (0.52)	2.66 (0.78)	1.16 (0.33)	-0.74 (-0.17)
찬성비율x코드도입 전후	9.55 (1.24)	7.27 (1.4)	6.54 (1.88)*	7.33 (1.51)	8.50 (1.68)*	13.88 (2.25)**

Findings

지배구조 개선

- 주주제안 이후 지배구조 등급 개선 (원등급, 조정등급 모두). 특히 스튜어드십 코드 도입 이후 명확화
- 기업집단 소속 기업, 정관변경, 사외이사선임 등의 안건에 대해 지배구조 개선
- 찬성이 반대보다, 대항하는 경영자제안 존재 시, 주주제안 찬성 경영자제안 반대의 경우, 찬성비율이 높을수록 지배구조 개선
- 전문운용사의 찬성비율 최고, 연기금이 지배구조 개선에 가장 큰 영향

기업가치

- 별다른 영향을 미치지 못함: 누적초과수익률 유의한 결과 미도출
- 다만, 스튜어드십 코드 도입 이전과 비교하여 이후의 누적초과수익률은 통계적으로 유의하게 증가
- 특히 의결권 행사 전후 2일동안 스튜어드십 코드 도입이후(CAR 증가)와 이전(CAR 감소)은 상반되는 결과 도출
- 정관변경, 찬성이 반대보다, 대항하는 경영자제안 존재 시, 주주제안 찬성 경영자제안 반대의 경우 CAR 증가

Implications

기업이 주주제안을 기업경영에 반영

- 주주제안의 주총상정만으로 신호효과 발생
- 반대보다 찬성의 경우, 경영자제안 보다 주주제안 찬성 시 지배구조 개선
- 투자자들도 주주제안을 긍정적 신호로 해석

스튜어드십 코드의 유효성 입증

- 코드 도입 이후 주주제안으로 인한 지배구조 개선 및 누적초과이익률 증대 현저
- 스튜어드십 코드가 주주권 강화의 한 수단으로 인식하고 있음을 방증

한계점

- 주주제안에 대한 최종 가결여부 파악하지 못함.
- 주주제안 제기 후 주총 상정이전에 철회 또는 기업들이 상정을 거부한 안건에 대한 조사 미흡
- 주주제안 공시일 또는 주총 공시일 기준 누적초과이익률 산출 검증 안함.

감사합니다