5% 이상 지분을 보유한 기업의 수와 기관투자자의 감시효율성

정 한 욱 연구원 (jhwook@cgs.or.kr)

▶2018년 6월, 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 타겟 기업에 대한 감시감독 활동이 보다 효율적이라는 것을 밝힌 논문이 미국 Journal of Financial Economics에 게재됨

▶지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자는 경영진 교체 및 대량보유 공시 등에 있어 기업에 긍정적인 영향을 미치게 됨

▶이는 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 기관투자자가 기업의 지배구조와 관련된 정보를 수집하는 비용을 절감할 수 있으며, 또한 이러한 기관투자자는 주주권 행사 경험이 많음에 따라 외부 대주주로서 타겟 기업에 대한 효율적인 감시감독 활동이 나타나는 것으로 해석할 수 있음

검토 배경

□ 최근 국내에서도 연기금 및 민간 기관투자자들을 중심으로 의결권 행사 외 주주활동(Shareholder Activism) 사례가 증가하고 있음

○ 골프존의 2대주주인 KB자산운용은 골프존의 조이마루 사업부 양수 승인 건에 대한 취소 소송을 제기하여 이에 승소하였으며[6], 한국투자밸류자산운용은 투자기업 2곳에 배당성향 확대와 자사주 활용방안을 요구하는 주주서한을 송부함[7]

○ 대한항공의 2대 주주인 국민연금은 지배주주 일가의 검찰조사 등과 관련하여, 회사의 입장표명 및 비공개 면담을 요청하는 주주서한을 송부함[8]

□ 상기 주주활동을 펼친 기관투자자들은 해당 기업의 지분을 5% 이상 보유하고 있으며, 주주활동을 펼친 기업 이외에도, 다른 피 투자기업의 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기업의 수가 다수 존재함

○ 2017년 사업보고서 기준으로, 국민연금이 5% 이상 지분을 보유한 기업의 수는 258개 이며,

6) 대전지방법원, 2018.5.30., 판결, 2018가합102922
7) 한국투자밸류자산운용, 2018.5.3., "주주서한 전달"
8) 국민연금기금운용본부, 2018.6.5., "대한항공에 대한 공개서한"

KB자산운용 및 한국투자밸류자산운용이 5% 이상 지분을 보유한 기업의 수는 각각 31개, 23개임[9)]

□ 이와 관련하여, 최근 학계에서 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기업의 수에 대해 연구한 논문이 Journal of Financial Economics에 게재됨[10)]

○ Jun-Koo Kang 외 2인은 회사에 대한 기관투자자의 감시감독 효율성이 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업 수와 관련이 있다는 것을 밝힘

- S&P 1500 지수에 포함된 기업들을 대상으로, 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기업의 수가 많은 기관투자자일수록 회사에 대한 감사감독이 보다 효율적인지에 대해 분석함

□ 본 논문은 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 타겟 기업에 대한 기관투자자 감시 효율성의 경로 중 하나임을 주장함

○ 기존의 연구들이 기관투자자의 특성에 초점을 맞추어 감시효율성을 분석한데 비해, 본 논문은 기관투자자의 특성에 상관없이 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수 자체에 초점을 두어 기관투자자의 감시효율성을 분석함

실증자료 및 주요변수

□ 본 논문은 1993년부터 2010년까지 S&P 1500 지수에 포함된 기업들을 대상으로 분석 하였으며, 기업-연도 표본의 수는 26,955개 임

○ Compustat, Center for Research in Security Prices(CRSP) 데이터베이스를 통해 표본기업의 재무적 데이터 등을 수집하였으며, ExecuComp 데이터베이스를 통해 표본기업의 경영진 정보를 수집함

□ 표본기업을 보유하고 있는 기관투자자들에 대하여, 본 논문에서는 이들을 'Top1', 'Top5', 'Top10'3개의 범주로 나누어 분석함

○ Thomson Reuters Institutional Holdings(13F) 데이터베이스를 통해 주식 운용자산이 1,000억 원 이상인 기관투자자가 보유하고 있는 기업의 주식 등에 대한 데이터를 바탕으로, 'Top1', 'Top5', 'Top10' 3개의 변수를 설정함

9) 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 모든 기업 중 기업인수목적회사와 해외기업을 제외한 12월 결산법인을 대상으로 2017년 사업보고서에 명시되어 있는 '5% 이상 주주' 및 '최대주주'인 기업 수를 기입함

10) Kang, J. K., Juan. L., and H. S. Na, 2018, "Are institutional investors with multiple blockholdings effective monitors?", 「Journal of Financial Economics」, 128(3), 576-602

〈표 1〉 표본기업의 기관투자자 주주의 범주

구 분	내 용
Top1	표본기업의 지분율이 가장 높은 기관투자자
Top5	표본기업을 보유한 기관투자자 중에서 지분율이 상위 5개 기관투자자들
Top10	표본기업을 보유한 기관투자자 중에서 지분율이 상위 10개 기관투자자들

출처 : Kang, Luo, and Na (2018)

□ 또한, 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기업의 수 자체가 기업에 대한 감시감독 효율성에 미치는 영향력을 분석하기 위해 'Residual Blockholdings'을 산출하고, 이를 실증분석에 적용함

○ 기관투자자가 실제로 지분을 5% 이상 보유하고 있는 기업의 수(Raw Blockholding Number)와 기관투자자의 보유주식 평가액(Institution's Total Market Value of Equity Holdings)간의 강한 상관성 등으로 인해 연구결과가 왜곡될 수 있음에 따라, 이를 통제하기 위해 아래의 회귀분석 식을 이용하여 나온 잔차를 'Residual Blockholdings'로 설정한 후에, 이를 실증분석에 사용함

• $Ln(1+Raw\ Blockholding\ Number) = \alpha + \beta \times Institution's\ Total\ Market\ Value\ of\ Equity\ Holdings$ (1)

경영진 교체와 5% 이상 지분을 보유한 기관투자자와의 관계

□ 본 논문에서는 로짓분석을 통해 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 경영진 교체(CEO Turnover)[11]에 있어 어떠한 영향을 미치는지 분석함

○ 경영진 교체는 지배구조 개편에 있어 가장 영향력 있는 주주권 행사임과 동시에 주주가치에 가장 영향력을 많이 미치는 의사결정이라는 선행연구[12]를 바탕으로, 경영진 교체가 발생한 경우와 그렇지 않은 경우를 구분하여 분석함

□ 로짓분석 결과, 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 경영진 교체에 보다 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타남

○ 전반적으로, 해당 기업 외 다른 피 투자기업 지분을 5% 이상 보유한 수가 많을수록 경영진 교체에 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타남

○ 나아가, 1) 동일산업 내 다른 기업의 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자, 2) 대량보유 등에

11) 해당 논문에서의 경영진 교체는 동종업계 대비 저조한 성과를 보인 경영진을 강제적으로 교체한(Forced CEO turnover) 사건에 초점을 맞춤. 이는 자발적 교체 등의 사건에 의한 교락효과(Confounding effect)를 통제하기 위함임. 본문에서는 '경영진 교체'로 지칭함

12) Denis, D. J., D. K. Denis, 1995, "Performance Changes Following Top Management Dismissals", 「Journal of Finance」, 50(4), 1029-1057; Bonnier, K. A., R. F. Bruner, 1989, "An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms", 「Journal of Accounting and Economics」, 11(1), 95-106

관한 사항을 3년 이내에 최소 1회 이상 공시[13]한 기관투자자, 3) 경영진 교체 기업 외 타 기업들의 지분을 1년을 초과하여 5% 이상 보유한 기관투자자가 주주로 있는 경우 경영진 교체에 더 큰 영향력을 미치게 됨

- 이는 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자는 기업에 대한 정보수집이 보다 용이하며 기업의 지배구조 개편 등과 관련된 경험이 많아, 그렇지 않은 기관투자자에 비해 경영진 교체에 보다 유의한 영향력을 미치게 되는 것으로 해석됨

□ 또한, 본 논문에서는 경영진 교체 발표 시점 전후로 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 주가에 어떠한 영향을 미치는지 분석함

○ 경영진 교체가 된 기업의 주주인 기관투자자가 해당 기업 외 지분을 5% 이상 보유한 기업이 많을수록 그렇지 않은 기관투자자에 비해 보다 긍정적인 효과가 발생할 것이라고 예측함

□ 이를 분석하기 위해, 'Multiple Blockholding'이라는 더미변수를 이용하여, 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 긍정적인 효과가 발생하는지 분석함

○ 경영진 교체가 발생한 기업들을 대상으로, 'Top1'에 해당하는 기관투자자가 보유한 'Residual Blockholdings'가 기관투자자 표본의 중앙값보다 높은 경우는 1, 그렇지 않은 경우는 0으로 구분하여 분석함

□ 경영진 교체 전후 주가차이를 분석한 결과, 타 기업에 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자가 주주로 있는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 초과수익률(Abnormal Return, 이하 AR)과 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return, 이하 CAR)이 모두 높음

○ 이는 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자가 주주로 있을 때 경영진이 교체되는 경우, 기업가치 개선에 대한 기대가 시장에 반영되었다고 볼 수 있음

〈표 2〉 경영진 교체에 따른 주가반응차이 분석

구분	Multiple Blockholding = 1 인 경우		Multiple Blockholding = 0 인 경우	
	평균	중앙값	평균	중앙값
AR(0)	-0.1%	-0.1%	-0.9%	-0.4%
CAR(-1,0)	0.1%	-0.3%	-1.2%	-0.6%
CAR(-2,0)	0.1%	-0.2%	-1.4%	-0.6%
CAR(-1,1)	-0.7%	-0.4%	-1.2%	-0.4%
CAR(-2,2)	-0.8%	-0.7%	-1.8%	-0.5%
CAR(-3,3)	-0.5%	-0.3%	-2.8%	-1.4%

출처 : Kang, Luo, and Na (2018)

13) 13D 조항에 따라 미국증권거래위원회에 제출하는 보고서를 의미함(Schedule 13D Filing). 본문에서는 '대량보유공시'로 지칭함

대량보유공시와 5% 이상 지분을 보유한 기관투자자와의 관계

□ 또한 본 논문에서는 기관투자자가 기업에 대한 대량보유공시(Schedule 13D Filing)를 할 때, 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 대량보유공시 해당기업에 어떠한 영향을 미치는지 분석함

○ 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 해당 기관투자자의 대량보유공시 전후로 주가반응에 어떠한 영향을 미치는지 분석함

- 대량보유공시에 관한 최초 공시일을 기준으로, CAR(-30,5)에 대한 회귀분석을 실시함

□ 회귀분석 결과, 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자가 대량보유공시를 할 경우, 그렇지 않은 기관투자자보다 더 높은 초과수익률이 발생함

□ 이러한 결과는 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자가 대량보유공시를 할 경우, 기업에 대한 감시감독 효율성이 증가할 것이라는 기대가 시장에 반영되어 기업가치 측면에서 긍정적으로 평가되는 것으로 해석할 수 있음

결론 및 시사점

□ 기관투자자가 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 타겟 기업에 대한 보다 효율적인 감시감독 활동이 나타남

○ 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 기관투자자가 주주로 있는 경우, 경영진 교체 및 대량보유공시가 기업에 있어 긍정적인 효과가 나타남

□ 이는 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많을수록 지배구조 관련 정보수집 비용 절감 및 주주권 행사 경험이 많음에 따라 기업에 대한 효율적인 감시감독 활동이 나타나는 것으로 해석할 수 있음

□ 본 논문의 결과가 주는 시사점은 다음과 같음

○ 주식 운용규모는 상대적으로 작지만, 지분을 5% 이상 보유한 기업이 더 많은 기관투자자가 기업에 대한 감시감독활동을 이행할 경우, 보다 효율적인 감시감독 효과를 기대할 수 있음

- 최근 의결권 행사 외 주주활동을 펼친 KB자산운용과 한국투자밸류자산운용은 삼성자산운용 및 미래에셋자산운용보다 주식 운용규모는 작지만, 2017년 사업보고서 기준으로 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수는 더 많음

○ 또한, 지분을 5% 이상 보유한 기업의 수가 많은 국내 기관투자자가 상장기업 지배구조 개편에 긍정적인 역할을 하는 지에 대해 연구도 추후에 가능할 것으로 보임

〈표 3〉 2017 사업연도 기준 국민연금 및 기관투자자의 주식운용 규모 및 5% 이상 지분보유 현황

(단위 : 조 원, 개)

구분	주식운용 규모*1	5% 이상 지분보유 기업의 수
국민연금	131.1	258
삼성자산운용	15.6	4*2
미래에셋자산운용	13.5	6
KB자산운용	8.9	31
한국투자밸류자산운용	2.4	23

*1 : 국민연금을 제외한 자산운용사의 주식운용 규모는 영업보고서 상 지분증권 운용총액을 기입함

*2 : 삼성자산운용의 100% 자회사인 삼성액티브자산운용이 보유한 기업의 수를 기입함

출처 : 각 사 홈페이지 및 영업보고서