

# KERI Brief

## 행동주의 투자자의 아시아 공격과 대응방안

황재원

한국경제연구원 부연구위원  
(imperialjw@keri.org)

작년 삼성물산-제일모직 합병을 반대하며 대립각을 세웠던 미국계 행동주의 투자자 엘리엇이 지난 10월 삼성전자로 대상을 옮겨 경영권에 개입하며 영향력을 행사하고 있다. 기업의 주식을 매입하고, 의결권을 확보한 뒤, 자사주 매입, 사업 전략 변경, 지배구조 개선 등을 요구하며 수익을 내는 전략을 취하는 행동주의 투자자들이 최근 활동 무대를 미국에서 일본, 홍콩 등 아시아로 옮기고 있는 추세다. 삼성전자-엘리엇 사태를 비롯하여, 최근 다수의 국내 상장사들이 공격을 받기 시작하며 한국도 행동주의 헤지펀드의 사정권에 들어섰다.

행동주의 투자자가 아시아 지역으로 확대되고 있는 첫 번째 원인으로, 투자 판단에 우선적인 기준이 되고 있는 기업가치 평가 지표로 봤을 때, 상대적으로 저평가된 아시아 기업들이 좋은 투자 대상이 될 수밖에 없다. 그러나 우리나라 주식시장의 경우, 수요자의 단기투자성향 때문에 기업가치가 주가에 제

대로 반영되지 않을 가능성이 있어, 지배구조 등과 같은 기업특성에 기인한 것인지에 대해서는 따져볼 필요가 있다. 최근 아시아 지역에서 행동주의 투자자의 요구 수용률이 높아진 점도 아시아 기업에 대한 행동주의 투자자들의 공격이 늘어난 요인으로 볼 수 있다. 사내 유보금이 높은 아시아 기업을 공략하여 주주환원정책을 요구하거나, 아시아의 정치적 이슈인 지배구조 개선을 거론하며 여론전을 펼치는 등 공격의 효율성을 높이고 있는 것으로 나타났다.

삼성-엘리엇 행동주의 투자자의 한국에 발생한 최근 사례들이 일회성 이벤트가 아닌 본격적인 공격의 시작으로 인식해야한다. 행동주의 투자자의 공격에 대응하기 위해서는 기업 차원의 노력과 함께 정치권도 포이즌 필, 차등의결권 등 경영권 방어 장치 마련과 함께 지배구조 규제 논의에 신중해야 할 것이다.

## 1. 문제제기 배경 및 필요성

□ 작년 삼성물과 제일모직 합병에 반대하며 대립각을 세웠던 미국계 행동주의 투자자 엘리엇이 공격의 대상을 삼성전자로 옮겨 0.6%의 낮은 지분율로 경영권에 개입하며 영향력을 행사

- 2016년 10월, 엘리엇은 삼성전자에 보낸 서한에서 회사의 인적분할과, 특별배당 30조 원, 사업회사의 나스닥 상장, 사외이사 3인 선임, 잉여현금흐름(FCF)의 70% 수준의 배당 등을 요구
- 한달 뒤, 삼성전자는 주주 가치 제고 방안을 발표하며 배당규모 전년대비 30% 증가한 4조 원으로 확대, 잉여현금흐름 50% 주주환원에 사용, 글로벌 기업 출신 사외이사 1명 추천, 전원 사외이사로 구성된 거버넌스 위원회 신설 계획 등을 제시하며 엘리엇의 요구를 일부 수용할 계획을 발표

□ 행동주의 투자자의 공략대상이 되는 기업은 여전히 미국이 활발하지만, 최근 호주, 일본 등 아시아 지역으로 확대되고 있음.

- 행동주의 투자는 일정한 의결권을 확보하고 자산 매각, 구조 조정, 지배 구조 개선 등을 요구해 단기간에 수익을 내는 헤지펀드의 투자 전략 유형으로, 효율적인 수익을 창출하기 위한 대안으로 최근 행동주의 투자전략이 주목을 받기 시작하면서, 행동주의 투자자의 수는 '14년 203개에서 '15년 397개로 2배 가량 증가<sup>1)</sup>
- 전 세계 행동주의 투자자의 공략 대상이 되고 있는 기업이 '14년 344개에서 '15년 551개로 1.6배 증가한 가운데, 특히, 아시아 기업을 대상으로 한 사례가 '14년 17건에서 '15년 83건으로 5배 가량 증가<sup>2)</sup>

□ 엘리엇-삼성전자 사태로 촉발된 주주행동주의를 비롯하여 행동주의 투자자의 영향권으로부터 한국도 자유롭지 않은 상황

- 삼성전자-엘리엇 사태를 비롯하여 다수의 국내 상장사들이 무차별적으로 공격을 받기 시작했으며, 국내 기업 가치가 저평가된 국내 기업들이 많다는 점에서 행동주의 헤지펀드의 좋은 투자처로 인식될 가능성이 높아 점차 외국 대형 행동주의 투자자의 공격이 점차 확대될 전망
- 과거의 소비터권과 칼 아이칸 사태에 이어 작년 엘리엇 사태에서도 드러나듯이 대부분의 선진국에도 도입되어 있는 차등의결권제도, 황금주, 포이즌빌 등의 경영권 방어 수단이 현재 우리나라에서는 여전히 봉쇄돼 있다는 점과 외환위기 이후 본격화된 기업지배구조 개선과 주주친화 정책 등의 정부의 압력은 행동주의 투자자의 목소리에 힘을 실어주는 상황

□ 본 보고서에서는 최근 글로벌 행동주의 투자자들의 최근 특징과 동향을 분석하고, 아시아 시장으로 공격이 확대된 요인을 살펴보고자 함. 또, 행동주의 투자자의 공격 대상이 된 최근 아시아의 기업 사례 분석을 통하여, 행동주의 투자자의 공격에 대응하기 위한 방안과 정책적 시사점을 제언하고자 함.

1) Activist Insight (2016). Annual Review

2) Activist Insight (2015, 2016). Annual Review

## II. 행동주의 투자자의 성장과 최근 행동 패턴

### 1. 행동주의 투자자의 성장

□ 글로벌 금융위기의 이후 위축되었던 행동주의 헤지펀드가 적정 수익을 확보할 수 있는 매력적인 투자 대안으로 인식되면서 활동이 다시 늘어나는 추세<sup>3)</sup>

- 글로벌 헤지펀드들의 운용자산이 '09년 362억 달러에서 '15년 약 1,300억 달러를 달성하며 연평균 23.7%로 급속히 성장<sup>4)</sup>
- 행동주의 헤지펀드는 일반 헤지펀드와는 달리, 5%~10% 수준의 주식으로 배당확대나 지배구조 개선 등에 대해 목소리를 강하게 내면서 적극적으로 수익 실현이 가능한 전략

○ 올해 평균 수익률은 1.3%로 다우존스 산업평균지수 기준 5% 비교하면 저조한 성과인 반면, 행동주의 투자 수익률은 8.8%로 헤지펀드 전략 중 가장 높음.<sup>5)</sup>

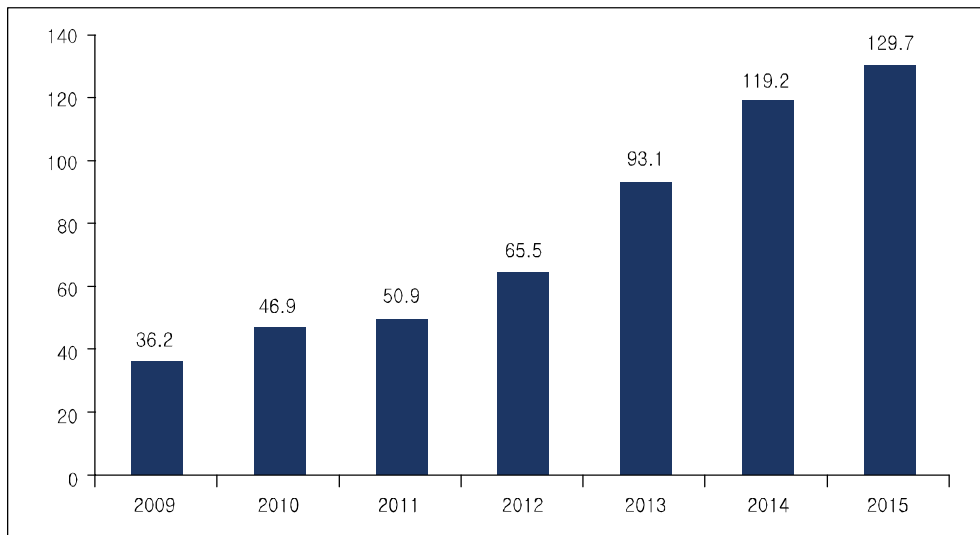
3) JP Morgan (2015), The activist revolution: Understanding and navigating a new world of heightened investor scrutiny

4) Hedge Fund Research (2016), Industry Reports

5) Hedge Fund Research(2016)보고서에 따르면 '16년 기준 글로벌 헤지펀드 주요 전략에 따라 최근 1년 수익률로는 행동주의 투자 8.8% 멀티스트래티지 6.9% 이벤트 드리븐 3% 주식-시장중립 -1.5% 채권 -1.6% 매크로-CTA -2% 주식-펀더멘탈 가치 -2.3 주식 상대가치 차익거래 -5% 주식-펀더멘탈 성장 -6.6% 순으로 나타나, 행동주의 헤지펀드가 가장 높음.

〈그림 1〉 행동주의 투자자 운용자산

(단위: \$bn)



자료: Hedge Fund Research(2016)

2. 행동주의 투자 전략

□ 최근 행동주의 투자 전략은 글로벌 기업을 대상으로 한 투자가 늘어나고 있으며, 적은 지분율로 다양한 매체를 활용하여 효율적인 공격하고 있으며, 단기 차익거래 경향이 뚜렷하게 나타난 것으로 나타남.

① 공략 대상

- PER/PBR이 낮고, 사내 유보금이 많은 기업, 사업 전략에 이슈가 있거나, 대주주 지분율이 낮은 등 지배구조에 이슈가 있는 기업을 대상으로 공격하는 행태를 보임.<sup>6)</sup>

- 최근에는 행동주의 투자자들의 자산규모가 확대되면서 이전과는 다르게 시가총액이 높은 글로벌 기업들로 투자대상을 확대하고 있음.

○ 대표적인 투자자로는 폴 싱어, 칼 아이칸, 대니얼 룰(Third Point), 빌 애크먼 등으로 자산 규모가 확대되면서 최근 야후, 페이스북, 애플, 듀폰 등 글로벌 기업들로 투자대상을 넓힘.

○ 행동주의 투자자의 대상 기업의 시가총액이 250억 달러를 초과하는 대기업의 수가 '13년 6건에서 '14년 17건으로 2.8배 증가

6) JP Morgan(2015), The activist revolution: Understanding and navigating a new world of heightened investor scrutiny

〈표 1〉 행동주의 투자자 TOP 10

순위	이름	투자 기업수	투자기업 평균시총	투자기업 주가수익률	대표적인 투자 기업
1	Elliott Management	18	78억 달러	6.4%	삼성전자, P&G, 노벨, 헤스, 컴캐스트
2	Carl Icahn	7	97억 달러	19.4%	애플, AIG, 제록스
3	Third Point Partners	7	71.6억 달러	-2.0%	Fanuc, 다우케미컬, 듀폰, 화이자
4	Starboard Value	7	74억 달러	0.2%	야후, 오피드다퓌트
5	Triun Fund Management	5	60.7억 달러	0.9%	GE, 시스코, 화이자
6	ValueAct Capital Partners	7	26억 달러	2.1%	모건스탠리, 마이크로 소프트
7	Land & Buildings	5	55억 달러	18.3%	MGM 리조트
8	Bulldog Investors	11	3억 달러	-4.2%	힐 인터내셔널
9	GAMCO Investors	8	33억 달러	-12.2%	마이어인더스트리, 랩보이스
10	Pershing Square Capital Management	5	30.4억달러	-18.4%	벨리언트, 허벌라이프

자료: Activist Insight(2016), 회계년도 '15년도 기준

② 적은 지분율로 공격 시작

- 과거에는 행동주의 투자자들이 주식대량 보유 의무 기준에 따라 5% 이상의 지분율<sup>7)</sup>을 확보한 후 대상 기업에 대한 공격을 시작하였으나, 최근 들어서 1% 대(심지어 미만)의 적은 지분율을 갖고도, 캠페인을 시작하는 사례가 증가하는 추세
- '14년 12월 말 기준, 대상 기업이익의 시가총액이 250억 달러 이상의 대기업을 공격하는 행동주의 투자자의 지분율이 1% 미만인 경우가 60%에 달함.
- 대형 행동주의 투자자들은 경험에서 공격 노하우를 축적하게 되고, 언론을 강력한 메가폰으로 활용할 수 있다는 점이, 행동주의 투자자들이 적은 지분으로도 기업에게 큰 영향력을 행사할 수 있게 된 요인임.
- 행동주의 투자자들을 추종하는 투자자<sup>8)</sup>들이 증가

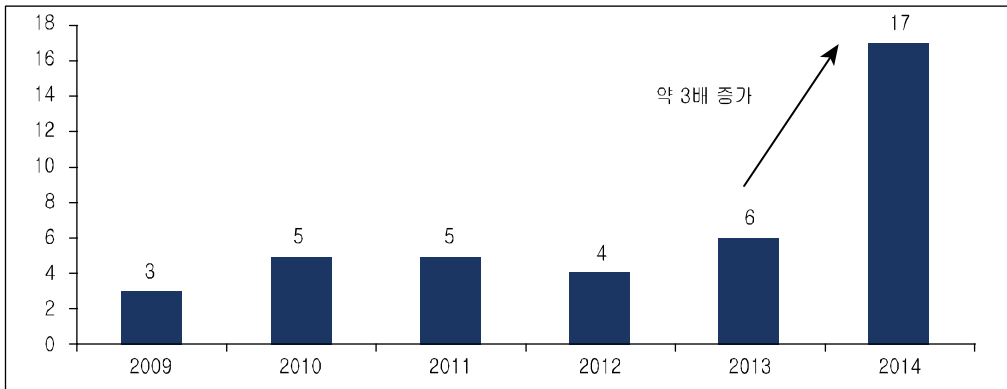
한 것도 행동주의 투자자들이 적은 지분으로도 영향력을 행사할 수 있게 된 배경임.

③ 요구 내용

- 행동주의 투자자들의 최근 요구 내용은 지배구조 개선, 배당 확대 및 자사주 매입, 사업전략 및 구조 조정 방안 등을 제안

- 7) 미국, 일본, 한국 등은 현행 5% 이상 주식에 대해 의무보고하도록 규정되어 있으며, 독일과 영국은 3%이며, 5%가 넘으면 공개 후에도 지분 규모가 조정될 때마다 보고도록 되어 있음.
- 8) JP Morgan(2015)의 보고서에서는 'Activist followers'라는 표현으로 행동주의 투자자들이 투자하는 대상기업에만 투자를 하는 주주라고 정의하고 있다.
- 9) KB 금융지주 경영연구소(2015). 주주행동주의와 행동주의 펀드의 성장

〈그림 2〉 행동주의 투자 대상이 시총 \$250억 이상 기업의 수

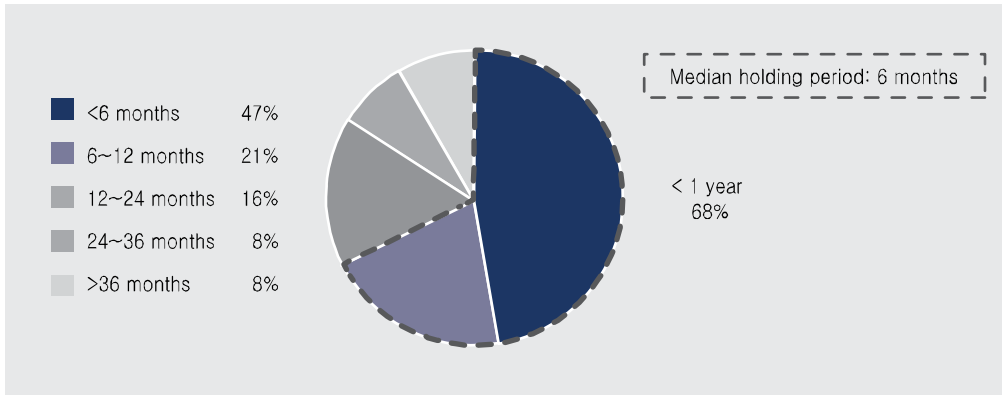


자료: SharkRepellent(2014)

〈표 2〉 행동주의 투자자 요구사항<sup>9)</sup>

요구사항	내용
지배구조 개선	이사 후보 추천 및 선임 / 경영진 교체 / 이사보수제한 등
주주친화 정책	배당 정책 변경 / 자기주식 매입
사업전략 개선	기업 분사 및 매각 / 사업 단순화 / M&A

〈그림 3〉 행동주의 투자자의 보유 기간



Source: SharkRepellent(2014)

#### ④ 짧은 공격 주기

- 전 세계적으로 주식 평균보유기간이 짧아지고 있으며, 미국의 경우 '70년대 평균 주식보유기간은 약 7년이었지만, '14년은 약 7개월로, 초고속 트레이더(hyperspeed trader)가 미국 주식 매매의 70%를 차지하고 있는 상황임.<sup>10)</sup>
- 행동주의 투자자들의 보유기간도, 절반이상이 6개월 미만, 2/3이상이 1년 미만 보유하고 있는 것으로 나타나며<sup>11)</sup> 행동주의 투자자의 공격 주기가 점차 짧아지는 추세
  - 연례주주총회를 앞두고 공개서한을 보내는 식으로 사전협의를 이끌어 내어 단기간에 결과물을 얻어내는 등 행동주의 투자자들의 기법이 정교해짐.
- 일반적으로 투자자의 단기성과주의는 기업의 임원진이 장기투자에 무게를 두고 경영활동을 수행하는 것이 매우 어렵다는 면에서, 행동주의 투자자의 경영개입이 장기적인 관점에서 기업가치 제고를 위한 것인지에 대해서는 재고할 필요가 있음.

#### ⑤ 다양한 언론매체 활용

- 최근에는 대기업 집단을 목표 기업으로 선정하고, 언론과 SNS를 활용해 지지여론을 형성하는 새로운 공격방법 등장<sup>12)</sup>
  - Carl Icahn의 경우 Apple을 공격 시, 주식매입을 트위터를 통해 밝혔으며, 공개 1시간 만에 3%의 주가가 상승하는 등 SNS를 활용한 실시간 액티비즘(real-time activism) 전략을 확대
  - YouTube 비디오(Eric Jackson), 마이크로 사이트(Ichan, Third Point) 트위터(Kerrisdale Capital, Icahn), 웹캐스트(Barington)

10) Andrew Haldane(bank of england), Long-term investing: an institutional investor perspective, research report, October 2014, centre for international finance and regulation.

11) 2014년 12월 기준, SharRepellent, JP morgan에서 재인용. p.7

12) Activist Insight(2014.7). Activism Monthly

### III. 아시아 지역으로 확대되는 행동주의 투자 전략

#### 1. 행동주의 투자 공략 대상이 아시아 기업으로 확대된 배경

□ 최근 아시아 기업에 대한 공격이 확대된 배경은 다음과 같이 두 가지 요인으로 분석됨.

- 밸류에이션(Valuation) 지표상<sup>13)</sup>으로 아시아 주요국 기업들이 대부분 저평가되어 있다는 것이 행동주의 펀드들의 좋은 투자처로 인식되며, 이것이 지배구조 문제로 경영권에 개입하여 주주환원주의를 요구하기 좋은 명분으로 작용하고 있음.

○ PER(Price Earning Ratio)의 경우 주요 선진국 평균인 16.6배보다 중국, 대만, 일본 한국 등 아시아 기업이 낮게 나타났으며, 한국은 신흥국 평균 12.5보다도 저평가됨.

○ PBR(Price Book-value Ratio)은 선진국 평균 2.0배보다 대만, 일본, 한국은 낮게 나타났으며, 신흥국 평균 1.4보다 일본, 한국이 저평가 됨.

- '15년도의 총자산 기준 미국, 한국, 일본의 상위 600개 기업의 밸류에이션 지표를 비교한 결과, PER<sup>14)</sup>은 미국의 경우 10배를 밑도는 기업이 전체 6.34% 밖에 되지 않으나, 일본은 12.3%, 한국은

34.51%를 차지하여, 미국 대비 일본과 한국 기업이 PER 수치가 낮게 나타남.

○ 미국의 PBR<sup>15)</sup>이 1배 미만인 기업은 9.52%인 반면, 일본은 36.6% 한국은 58.4%로, 미국 대비 일본과 한국 기업들이 전반적으로 실제 장부상의 가치보다 시장에서 저평가됨.

○ 한국 기업의 저평가된 원인을 기존 기업지배구조 등과 같은 기업특성에 기인하는 시각도 존재하는 반면, 코리아 디스카운트의 진정한 원인은 다른 아시아 국가들과는 다르게 수요 측면, 즉 투자자 특성 때문에 기업가치가 주가에 제대로 반영되지 않았다는 시각도 존재<sup>16)</sup>

13) 행동주의 투자자를 비롯한 투자자들이 투자를 결정하기 위한 가장 우선해서 참고하는 지표로, 기업의 현재 가치를 판단하고 적정 주가를 잠정적으로 산정한다. 밸류에이션에 사용되는 지표는 PER, PBR, EV/EBITDA 등이 있다.

14) PER은 현재주가를 주당순이익(EPS)으로 나눈 값으로, 낮을수록 주가가 저평가된 것으로 보며, 일반적으로 10배 기준으로 절대적 저평가 여부를 가늠

15) PBR은 주가가 기업의 순자산에 비해 얼마나 싼지를 판단하는 지표로, 낮을수록 주가가 저평가됐다는 의미이며, 일반적으로 PBR 1배를 기준으로 절대적 저평가 여부를 가늠

16) 서정원, 심수연(2007). 코리아 디스카운트의 진단과 원인 분석. 본 연구에 따르면, 한국시장은 다른 국가들에 비해 매매회전율이 높으며 단기 투자성향이 높기 때문에, 기업의 펀더멘탈이 주가에 제대로 반영되지 않아 펀더멘탈과 주가 간 높은 괴리가 발생한다고 밝힘.

〈표 3〉 주요국 PER/PBR 비교

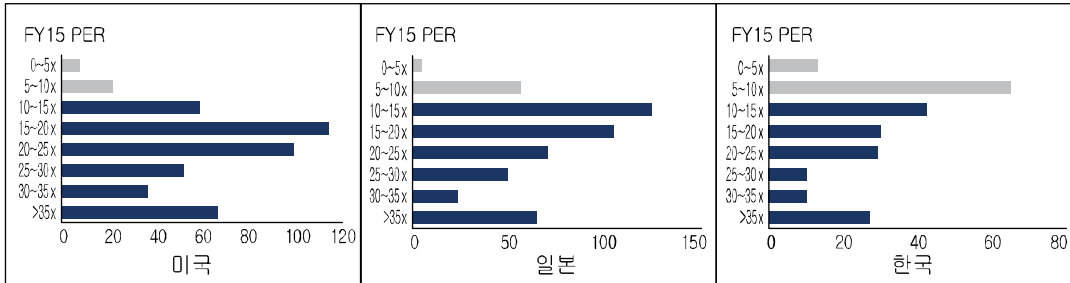
(단위: 배)

	미국	인도	영국	프랑스	중국	대만	일본	한국
PER	18.1	18.0	16.2	13.8	13.1	13.4	12.6	10.0
PBR	2.7	2.7	2.6	1.3	2.4	1.5	1.0	0.9

자료: 대신증권 '16년 11월 12개월 거래기준

〈그림 4〉 미국, 일본, 한국 PER 비교

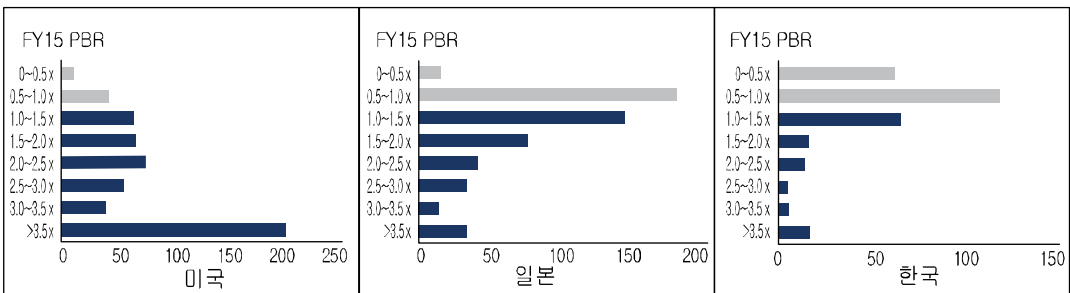
(단위: 기업 수)



데이터: S&P Capital IQ

〈그림 5〉 미국, 일본, 한국 PBR 비교

(단위: 기업 수)



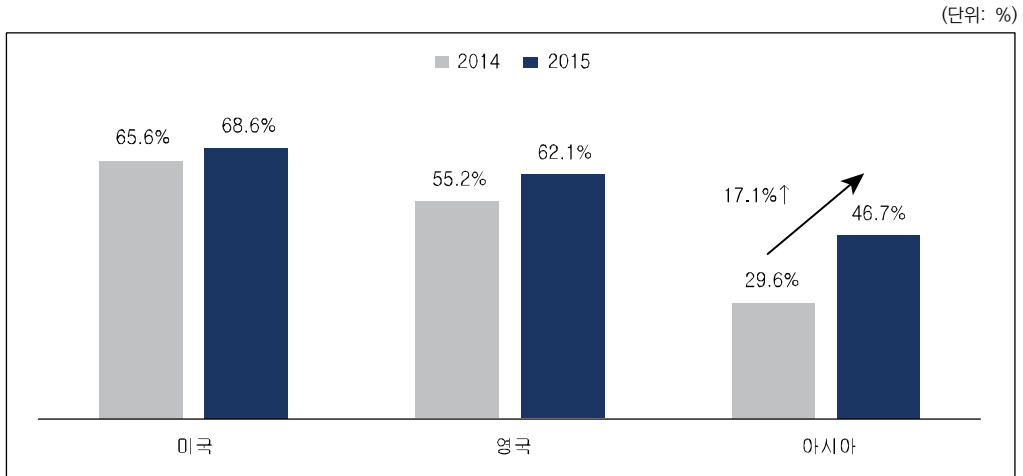
데이터: S&P Capital IQ

- 한국의 평균주식보유기간 8.6개월로, 144개국 중 네 번째로 짧은 것으로 나타나,<sup>17)</sup> 주주가 회사의 성장보다 단기이익에 치중하는 성향은 기업의 지속적인 투자를 어렵다는 면에서도 기업의 펀더멘털이 주가에 반영되기 어려운 문제가 지속될 것을 암시함.
- 따라서, 기업의 자체의 특성 외에도 한국 주식 시장이 가진 수요자의 단기투자성향 때문에 기업가치가 주가에 제대로 반영되지 않을 가능성이 있어, PER, PBR이 낮다는 것이 행동주의 투자자들의 기업 지배구조 개선 명분이 되는지에 대해서는 따져볼 필요가 있음.

17) 김수연 (2015). '장기주식보유 인센티브 도입에 대한 회사 법적 검토'. 한국경제연구원



〈그림 6〉 행동주의 헤지펀드의 성공률 추이



자료: Activist Investment(2016)

- 최근, 아시아 기업을 대상으로 한 행동주의 투자자의 요구에 대한 수용률이 크게 증가한 것도 행동주의 투자자가 아시아 시장으로 확대하게 된 요인으로 작용하고 있음.

○ 행동주의 투자자들의 공격 대상이 되고 있는 기업을 지역별로 보면, 여전히 미국이 가장 활발하지만, '15년부터는 아시아 기업의 성공률이 '14년 대비 17.1%으로 가파르게 증가(미국 3%, 영국 6.9% 증가)하며 아시아 지역으로 대상이 확대되고 있음.

- 아시아 기업들을 대상으로 한 행동주의 투자자의 요구수용률 증가에 대해 다음 요인들을 고려해 볼 수 있음.

○ 일본과 한국 기업들은 사내유보금이 많기 때문에<sup>18)</sup> 행동주의 펀드들이 주주환원 정책을 요구하기 좋은 공격 대상임.

○ 특히 일본의 아베노믹스와 한국 정부의 경제민주화 등에서 지배구조 개선, 주주환원 강화 정책기조는 기업이 행동주의 투자자들의 요구를 수용할 수밖에 없는 압력으로 작용하고 있음.

○ 행동주의 투자자와 기업 간의 분쟁의 승패는 다른 투자자들의 '표심'에 달려있다는 점에서, 증가하고 있는 아시아 기업들의 외국인 투자비율도 행동주의 투자자들의 공격 시도에 우호적인 환경을 조성하여 요구 수용을 높이는 요인

□ 이와 같이 최근 아시아 지역에서 벌어지고 있는 행동주의 펀드들의 아시아 기업에 대한 경영권 개입 사례를 통해, 타겟 선정부터 결과까지 일련의 공격 과정을 살펴보고자 함.

18) 일본: 한국 일보. "대기업 사내유보금 사상 최고... 미래 신사업 육성에 쏟는다" ('15.8.30), 한국 경제. 돈 안쓰는 일본 기업...이익잉여금 '최대'('16.9.2) 한국: 동아일보. 높아지는 배당 압력... "외국인 배불리고 기업투자 막아"('16.10.17)

2. 행동주의 투자자의 아시아 기업 경영권 개입 사례

(1) 사내유보금을 빌미로 주주환원 정책을 요구하는 전략

**화낙(Fanuc) vs. 서드포인트(Third Point LLC)**

□ 대니얼 룬이 이끌고 있는 **美 행동주의 펀드 서드포인트(Third Point LLC)가 일본의 자동 공정 산업 기업, 화낙(Fanuc)에게 배당확대, 자사주 매입, 사외이사 진출 등을 주주 이익 환원을 강력하게 요구함.**

- 개요: 전문 경영인 체제하에 2대째 '이나바'가문의 안정적인 승계에 성공한 화낙을 대상으로 2015년 2월 서드포인트가 1.4%의 지분으로 공개서한을 발신

- 1956년 후지쯔 내에서 로봇사업팀으로 시작한 화낙은 1972년 자회사 후지쯔 화낙으로 분리됨
- 화낙은 기술 유출 우려 때문에 정보공개를 최소화하는 경영방식을 고수하여, 세계 최고의 로봇 기술을 보유하고 있으며, 일본 내수 시장 점유율은 75%에 달하고 전세계 점유율은 50%를 차지
- 2014년 포브스의 '세계에서 가장 혁신적인 기업'으로 선정
- 서드포인트가 공격할 당시, 화낙의 대주주였던 후지쯔가 보유지분을 매각하면서 자사주 18%를 보유하고 있었고, 매년 40%의 영업이익을 올리며 1조 엔의 현금을 보유 중<sup>19)</sup>

- 요구 내용: 서드 포인트는 화낙이 기업이익을 사내에 보유한다고 지적하며, 배당확대와 85억 불의 자사주를 사들일 것을 제안<sup>20)</sup>

- 결과: 배당확대, 자사주 소각, 주주관리 부서 신설, 사외이사 임명하며 제안 수용

- 2015. 4월, 화낙은 약 5년간 이익의 최대 80%를 주주들에게 환원하겠다고 밝히며, 배당성향을 현재 30%에서 60%로 두 배 확대하고, 자사주도 5%만 남기고 소각, 주주관리부서 신설 및 2명의 사외이사 임명하는 계획 발표
- 서드포인트의 공격이후 현재까지(2016년 11월 기준) 화낙은 네 차례에 걸쳐 총 1.168엔의 주당배당금을 지급하였으며, 총 발행 주식의 15%의 가량의 자사주 매입을 2차례 시행함
- 2014년 대비 2015년에 배당금은 2.74배 증가('14년 ¥170 → '15년 ¥637)

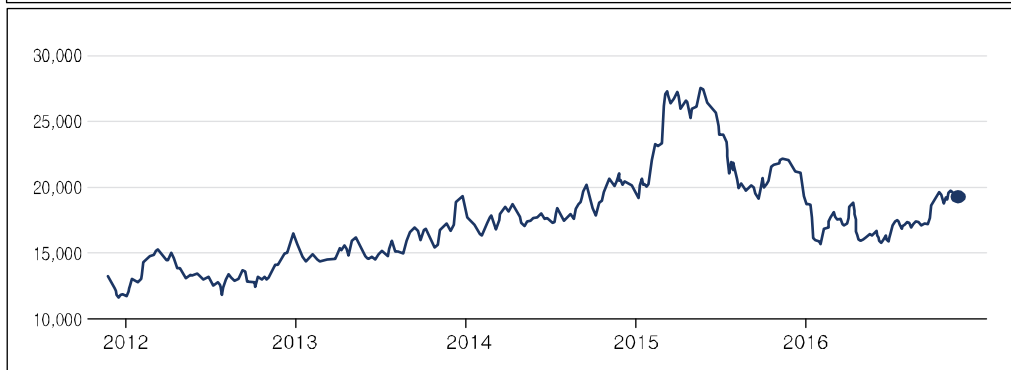
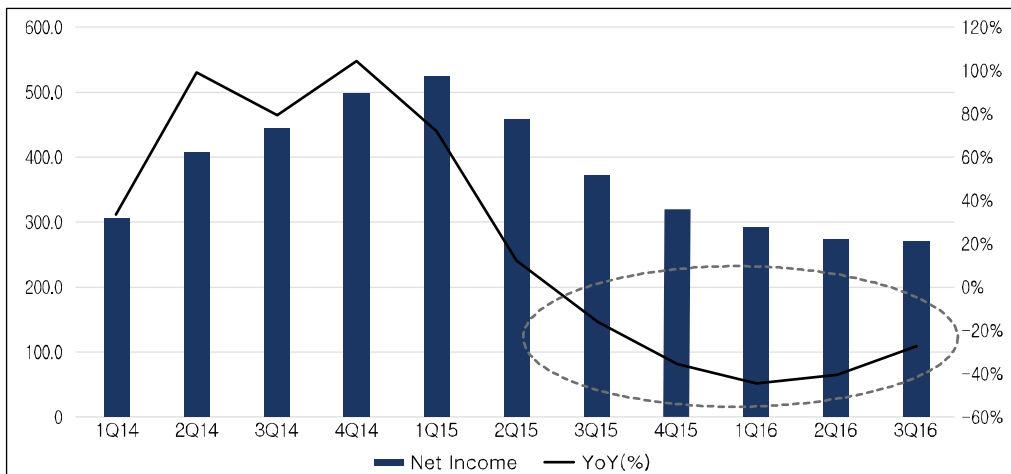
□ 서드포인트가 화낙이 보유한 현금을 주주이익환원에 쓸 것을 주장한 이후, 화낙의 주가는 급격한 상승세를 보였으나, 2014 2분기 이후 성장이 정체되었음에도 주가가 급등한 것은 무리한 배당과 자사주 매각과 관련 있음.

19) 류희숙(2015) 제조업계의 운전자, 日 화낙의 성공비결. POSRI 보고서

20) 같은 달 6일, 화낙은 서드포인트 요청에 대해 언급대신, 신규 공장 건립을 위한 부지를 매입했다고 밝히며, 신규 투자 계획을 발표했고, 이날 일부 투자자들은 단기적인 주주이익 환원보다 장기적인 성장을 더 중시하는 회사의 접근방식에 만족하며 화낙의 주가는 3.4% 상승

〈그림 7〉 화낙의 순이익(Net Income)과 전년 대비 증감율 (YoY)

(단위 : net income(mm USD) / YoY(%))



Source: S&P Capital IQ

- 서드포인트의 공격이 있던 2015년 2월에 급격히 상승했던 주가는 하반기부터 중국의 경기 둔화 및 스마트폰 판매 둔화 영향으로 하락하며, 마이너스 성장을 보이고 있으나, 서드포인트의 개입으로 인한 강도 높은 주주환원정책으로 인한 현금출혈로 투자재원 확보가 어려운 상황

○ 잉여현금흐름(Free Operating Cash) : 2015년 3분기 256백만 달러 → '16년 3분기 77.6백만 달러

○ 화낙의 중장기 성장 동력을 위한 연구개발 투자가 위축될 우려가 제기됨.<sup>21)</sup>

21) "日 화낙, 실적부진의 늪 벗어날까"(2016.4.11.), 이데일리

**(2) 지배구조에 대한 이슈가 있는 대기업을 타겟한 공격**

**세븐 & 아이홀딩스(Seven & iHoldings) VS. 서드포인트(Third Point LLC)**

□ 2015년 3월 美 행동주의 펀드 Third Point社は 일본 식료품점 및 소매 그룹인 세븐 & 아이 홀딩스를 대상으로 사장퇴임안을 반대를 주장하였으며, 요구가 관철됨.

- 개요: 세븐 & 아이 홀딩스의 스즈키 회장이 이사카 류이치 세븐일레븐 사장 퇴임안을 주도하던 상황에서, 서드 포인트가 반대를 표명함.

○ 스즈키 회장은 1963년 그룹의 전신인 이토요카도에 입사해 일본에서는 일반적이지 않았던 편의점 사업을 일으켜 급성장시킨 장본인

- 요구 내용: 일부 사업 매각과 분사 및 스즈키 회장이 주도하는 사장 교체안을 반대, 서드포인트가 추천하는 사장 이사의 CEO 취임

○ 스즈키 회장은 당시, 세븐일레븐 이사카 류이치 세븐일레븐 사장을 COO로 부적합하다는 판단하에 아 들인 후루야 가즈키 부사장으로 교체하는 인사안 주도

○ 서드포인트는 세븐 & 아이 홀딩스의 경영 승계 계획에 대해 비판하며, 이사카 사장의 퇴임에 반대를 표명하며, 사외 이사 등을 포섭하여 이사회를 공략

○ 서드포인트의 대니얼 룽은 지난해 야후 이사회에서 스킵 톰슨 최고경영자(CEO)를 몰아내고 마리사 메이어를 구글에서 데려와 CEO에 앉힌 '주주행동주의'자로 유명

- 결과: 스즈키 회장이 사의를 표명하고, CEO가 교체됨.

- 아시아의 보수적인 기업문화에서는 창업주가 회사에 대한 애착이 남다르기 때문에 전문경영인 체제

보다 회사 성장 과정을 지켜본 가족이 승계를 이어 가는 것을 원하는 경향을 가지고 있음.

○ 적법한 절차에 따라 경영권이 이전되고 적합한 인물이 새 경영자가 된다면 가족 경영 승계는 큰 문제가 없고, 오히려 승계에 대한 불안 요소가 줄어들면서 기업 활동에만 초점을 맞출 수 있다는 점도 긍정적인 효과가 있음.

- 세븐 & 아이 홀딩스를 일으키고, 일본에선 '유통의 신'이라 불렸던 일본 편의점 시대를 연 주역인 스즈키 회장이 사임까지 몰리게 된 것은 아베정권의 기업지배 구조 개선 정책 압력으로, 서드포인트가 거세진 주주행동주의에 대한 여론에 편승하여, 세습경영에 대한 비판으로 공격의 효율성을 제고한 사례

□ 이 밖에도 Magnachip semiconductor, Kuroda Electric, BEA 등 대주주 지분율이 낮거나, 승계에 대한 이슈가 있는 기업을 타겟하여, 지배구조 개선이라는 명분으로 이사회를 장악하거나, 주주환원정책을 요구한 사례가 다수 존재

**(3) 사업 전략 이슈가 있는 기업 공격**

**소니(SONY) vs. 서드포인트(Third Point LLC)**

□ 전자, 게임, 엔터테인먼트, 금융 등 다양한 산업분야에서 독보적인 위치를 차지하고 있는 일본의 소니(SONY)는 엔저효과로 간신히 5년만에 흑자를 전환했던 2013년 5월, 또 다시 美 행동주의 펀드 Third Point社로부터 사업전략 변경 요구를 받으며 역습에 휘말림.

- 개요: 서드포인트는 보통주 6.3%를 확보하고 있으나, 이중 3분의 2만이 보통주이고 나머지는 현금 스왑을 통해 SONY 지분 확보 후, 히라이 가즈오 소니

최고경영자에게 공개서한 발송

- 요구 내용: SONY가 소니 엔터테인먼트 부문의 사업 분사 및 기업공개, 보험 등의 사업의 분리·매각 요구

○ 서드포인트가 SONY에게 보낸 공개서한에서도 아베 정권의 개혁에 부응하기 위한 것을 명분으로 내세우며 엔터테인먼트 지분의 20%를 기업공개를 통해 주주들에게 넘기게 되면, 현금 확보가 가능하여 저평가된 주가가 60% 상승할 것이라고 주장

○ '12년 소니 뮤직 매출은 소니 전체의 6.5%, 소니픽쳐스는 11%를, 영업이익은 각각 16%, 21%로 소니 전체의 35%를 차지하며 SONY 매출의 중요한 부분을 차지하고 있음.

○ 엔터테인먼트 사업과 전자사업 간의 긴밀한 협력을 통한 연계를 강조한 '하드웨어와 소프트웨어의 두 바퀴경영 방식'이 SONY를 글로벌 기업으로 성장시킨 밑거름이라는 평가

- 결과: SONY 이사회는 엔터테인먼트 부문의 분리상장 제안을 거절

○ 이사회는 엔터테인먼트 계열사가 전자사업부와 앞으로 더 시너지를 발휘할 것이며, 엔터테인먼트 사업이 SONY의 핵심 사업임을 주장하면서 서드포인트의 요구를 거절함.<sup>22)</sup>

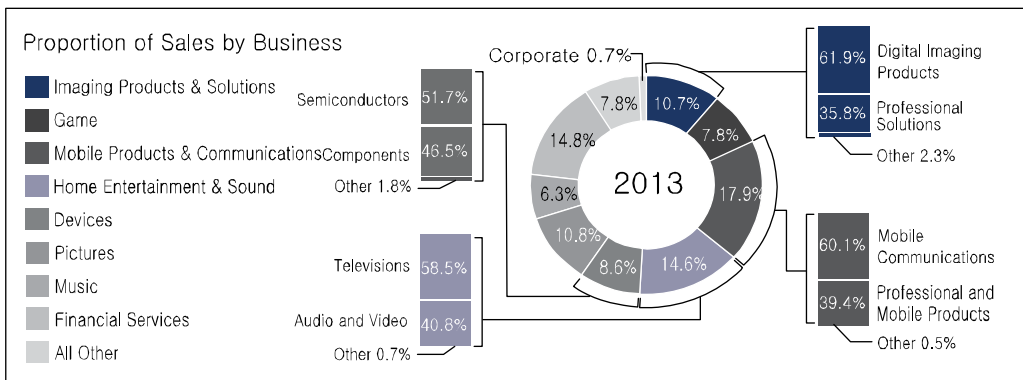
○ 이사회까지 20여일 남은 시점에서 대니얼 롬 대표가 9.4%까지 지분을 확대했다고 공시하면서 투자자 심리는 흔들렸고 이사회에서는 만장일치로 분사가 거부되며 주가도 급락함.

□ 서드포인트의 사업 분사와 IPO를 통한 현금 확보를 통한 수익 기회는 놓쳤지만, 캠페인을 진행하면서 미디어를 통한 여론 몰이 전략으로 SONY 주가는 서드포인트가 요구한 시점(2013년 5월 14일 \$18.39)로부터 약 25% 상승(2013년 7월 23일, \$23) 하며, 단기차익거래를 통한 투자수익 확보

22) 현재 VR생태계 형성을 두고 유수의 글로벌 업체가 치열하게 경쟁하는 가운데, 기기와 콘텐츠, 마켓이 어우러지는 생태계를 확립하고 있는 소니가 가장 유리한 지점에 있다는 분석(2016년 6월에 미래부 주최 '해외 VR시장 동향 및 가상현실의 미래와 비전')

〈그림 8〉 SONY의 사업군 매출 현황

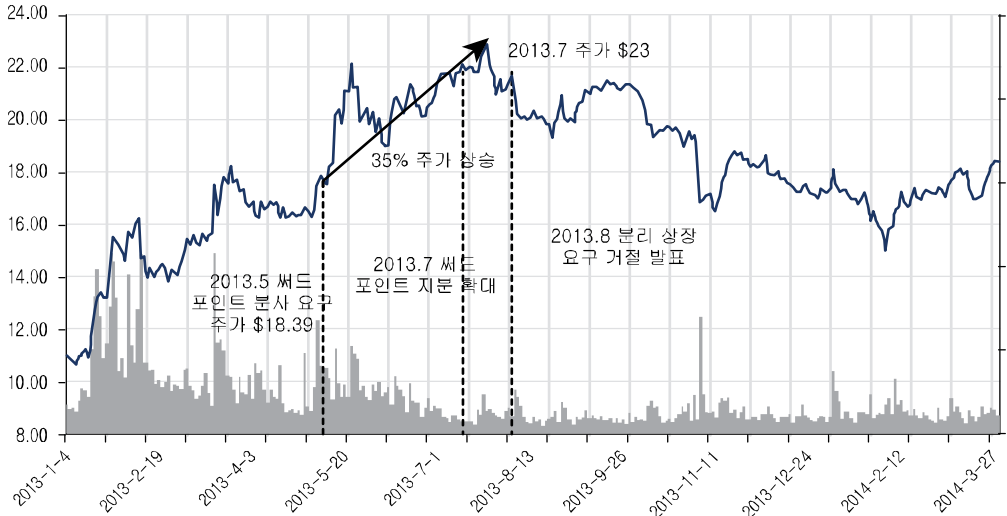
(단위: %)



자료: SONY Annual Report(2013)

〈그림 9〉 서드포인트의 SONY에 대한 경영개입과 주가 변동

(단위: %)



Source : S&P Capital IQ(SONY 주가 및 공시정보)

- '14년 2월 서드포인트는 요구 제안 시점으로부터 1년도 되지 않은 채, 차익실현 후 철수한 행위는 기업가치 제고 목적보다는 단기 차익거래에 헤지펀드가 특화되어있다는 것을 확인시켜준 사례<sup>23)</sup>

**(4) 공시 관련 규정이나 감독의 맹점 활용한 공격**

**가. 5%를 회피**

※ 5%를 증권거래법에서는 기업의 경영권을 보호하기 위해 지분율이 5%를 넘었을 경우 5일 내에 보고하도록 규정돼 있다(법 제200조의 2 제1항). 이는 '91년 도입됐으며 이를 "5% Rule"이라 한다. 경영자에게 일종의 안전판을 마련해준 장치임.

**삼성물산 vs. 엘리엇 매니지먼트(Elliott Management)**

□ 2015. 6월 美 행동주의 펀드 엘리엇(Elliott Management)은 삼성 물산이 제일모직과의 합병

**계획을 반대하며 가처분 소송을 내며 공격함.**

- 엘리엇은 지분율을 7.12%를 보유한 3대 주주라고 주장하며, 삼성물산-제일모직 합병계획에 대하여 장후 공시를 통해 경영참여 의사를 밝힘.

○ 삼성물산 주식 매입 과정에서, 엘리엇은 5%를 회피할 목적으로 4.95%의 지분율을 보유하고 있으면서, 다수의 외국계 투자은행들에게 삼성물산 주식을 대신 사달라고 주문하면서 일정 수수료를 주고 매매에 따른 손익은 자신에게 귀속되도록 하는 TRS(총수익 스와프)를 활용하여, 공격 전 하루만에 2.27%의 지분율 추가 확보

23) '08년 OECD 기업지배구조 조정위원회에서 단기차익거래에 특화된 헤지펀드가 기업지배구조에 영향력을 행사하는 것에 대한 논의에 대해, 헤지펀드 측은 '실제로 헤지펀드는 단기투자자라 장기투자자를 구별하여 운영되며, 경영권에 개입하는 것은 장기투자자에 국한되어 있어 단기투자자 경영권 개입에 미치는 영향이 작다'고 밝힌 바 있음.

○ 통상 TRS에서 수익이 나면 현금으로 정산하나, Elliot은 삼성물산 TRS 수익을 현금으로 받지 않고 삼성물산 주식으로 대신 받았다는 점에서 지분 확보를 위한 전략적인 연대를 통해 5% 지분 보고 의무를 회피한 것에 대해 현재 금융당국이 공시의무 위반으로 결론 내린 상황

- 요구 내용: 합병 계획안이 삼성물산의 가치를 과소 평가했고, 합병조건도 공정성과 소수주주들의 이익과 대치를 주장하며 합병 반대하는 소송전 벌임.

- 결과: 주주총회 투표를 통해 합병안 가결

- 파생상품을 악용하여 국내의 5%를 공시 보고 의무를 회피할 수 있다는 맹점을 활용하여, 행동주의 투자자가 기업의 감시망을 피해 있다가, 경영권 방어에 대한 준비할 여유 없이 기업을 공격한 사례

○ 엘리엇의 공시 전 보유지분이 4.95%였으나, 의결권으로 계산 시 5%를 초과하여, 상법상 위반이지만, 법과 현실의 괴리로 인한 규제의 허점을 파고들어 엘리엇이 감독을 피해 공격할 수 있었던 요인

※ 자본시장 법에서는 의결권이 있는 주식 취득 비율이 5%가 넘을 때 금융위원회와 거래소에 신고하도록 되어있지만, 금융감독원에서 실제 시장에서 이를 적용할 때에는 의결권이 있는 주식을 대상으로 하는 것이 아니라 발행주식 총 수에서 취득 주식 비율을 5%로 규정함.

▣ 5% 공시의무를 회피하기 위해, 분산하는 형태로 지분을 확보한 후 캠페인 시점이 다가왔을 때 급격하게 지분율을 올리며 공격을 시도한 사례로는 **앞선 소니(서드포인트)사례가 있음.**

**나. 주주제안을 불공정거래의 수단으로 활용**

**GS 홈쇼핑 vs. SC 펀더멘탈(SC Fundamental)**

▣ 2016년 1월 **美 행동주의 펀드 SC 펀더멘탈은 GS 홈쇼핑에게 자격 요건이 미달된 상황에서 추가 급등 노리고 배당확대와 추천인사 이사회 진출 요구**

- 개요: SC 펀더멘탈은 GS홈쇼핑의 지분 1.4%을 보유한 상황에서 국내 홈쇼핑 매출액 1위 업체인 GS홈쇼핑 대상으로 배당 확대와 자사주 매입하라는 내용을 담은 내용증명을 발송

○ GS홈쇼핑의 최대주주지분율이 50%가량 차지하며, 향후 심각한 경영권 분쟁이나 표 대결이 이뤄질 가능성은 희박함에도 SC 펀더멘탈이 공격을 시도한 것은 제안 자체로 주가 상승 유도하려는 의도로 볼 수 있음.

- 요구 내용: GS홈쇼핑을 대상으로 배당금을 예정액(5천 200원)의 두 배 수준으로 늘리고 유통 주식의 10%를 자사주로 매입하여 소각할 것을 요구

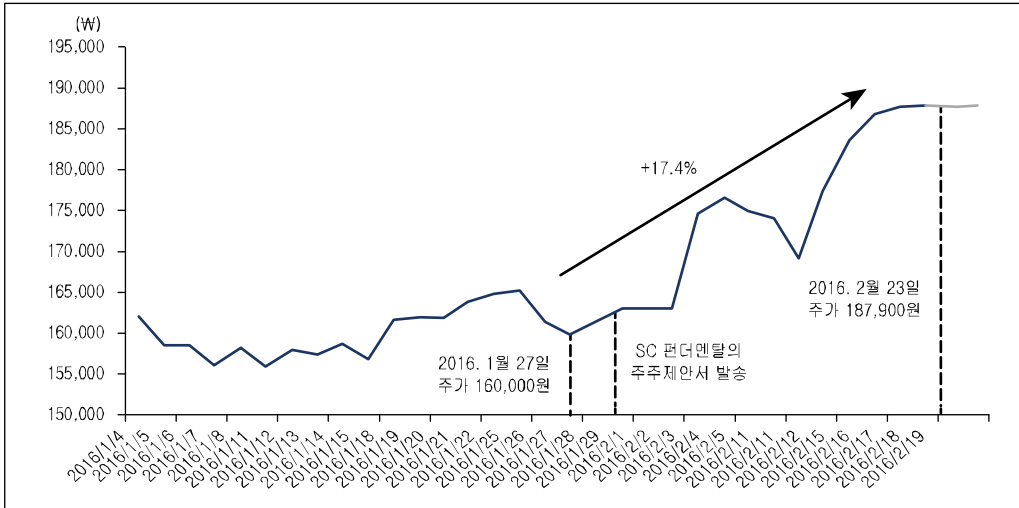
○ GS홈쇼핑은 이미 동종업계 최고 수준인 50%의 배당성향을 유지하고 있음에도 불구하고, SC 펀더멘탈은 8,000억 원에 달하는 이익잉여금을 재원으로 주당 배당금을 두 배 수준인 1만 원으로 확대하고 GS홈쇼핑의 시가총액의 10%인 유통주식 62만주 가량을 매입한 뒤 소각해 주가를 부양하라는 과도한 요청을 주장함.<sup>24)</sup>

- 결과: SC 펀더멘탈은 주주제안을 할 수 있는 자격요건을 채우지 못하여, 요구를 철회함.

24) "SC펀더멘탈, 배당확대·자사주 매입 요구 내용증명 발송..." GS홈쇼핑 "지나친 요구"(2016.2.16.), 머니투데이

〈그림 10〉 SC 펀더멘탈의 GS홈쇼핑에 대한 경영개입과 주가 변동

(단위: %)



데이터 : S&P Capital IQ(GS홈쇼핑 주가 및 공시정보)

- 1% 이상의 지분을 보유한 주주가 제안 시 안전에 반영해야하나, 상법상 상장사의 경우 1% 해당 주식을 6개월 이상 보유해야 하지만 주주제안자로서의 권리를 가질 수 있음. 즉, SC 펀더멘탈은 주주 제안 요구 시 1%를 보유하고 있지 않은 것으로 드러나 상법상 기준을 애초부터 충족시키지 못함.
- SC 펀더멘탈은 캠페인을 철회했지만, 주주제안을 했던 1월 29일 16만 3,000원이었던 GS홈쇼핑의 주가는 주주제안 소식이 알려진 2월 15일 이후 18만원대로 17.4% 상승하며, 주주제안을 불공정거래의 수단으로 이용하여 '이슈를 통한 주가 띄우기' 전략으로 부당하게 시세에 영향을 주며 차익을 실현한 상황

- 이에 대해 금융감독위원회는 기업들이 주주들의 지분 보유 내역을 시시각각 확인하기 어렵다는 관리의 맹점을 활용하여, 처음부터 주주 제안 자격이 안된다는 사실을 알면서도 주주 제안 내용을 언론에 유포하여 주가 부양의도를 한 의혹을 받고 있음.

□ SC 펀더멘탈은 같은 방식으로 모토닉, 삼호개발, KTcs에 대해 비슷한 주주제안을 하여, 주가상승을 유도하였으나(요구 전 1,200원에서 요구 후 1,400원대로 상승) 마찬가지로 주주제안 요건을 갖추지 못했다는 이유로 현재 금감원은 SC펀더멘탈이 주가 상승을 목적으로 시장질서 교란 등 불공정거래 행위 여부를 조사 중

**(5) 한국만의 제도 특수성(대주주 의결권 제한)을 전략적으로 활용한 공격**

※ 감사위원 선출 시, 대주주 의결권 3% 제한  
 현재의 '일괄선출방식'의 감사위원 선임 시, 대주주는 3%로 의결권 제한을 받지만 일단 처음에 주총에서 모든 이사를 선정할 때는 3% 제한 없이 의결권을 모두 행사하고 이렇게 해서 선출한 사외이사를 대상으로 별도의 주총에서 3인의 감사위원이 될 이사를 다시 선출할 때 3% 제한을 받음.

**SK vs. 소버린 자산운용(Sovereign Global)**



▣ '소버린 사태'로 이미 잘 알려진 **英 행동주의 펀드 소버린 자산운용은 '건전한 지배구조'를 명분으로 SK를 대상으로 경영권 분쟁을 일으키며 공격**

- 2003. 4월, 소버린 자산운용은 SK글로벌 분식회계 사태 직후 SK그룹의 SK주식을 14.99% 확보 후 경영진 퇴진 요구 등 경영권을 위협

○ SK글로벌의 분식회계와 지배주주 구속으로 SK 주가가 폭락하여, 소버린은 20여일 만에 SK지분 14.99% 확보, 2대 주주가 됨.

- 요구 내용: 소버린은 SK의 2대 주주가 된 후 현 경영진의 퇴진, 부실계열사 지원 반대, 기업지배구조 개선 등을 요구하며 경영에 직접적 참여 시도

○ 소버린은 지분취득 이후 SK글로벌 지원 반대, 현 경영진 사임, 사내외 이사후보 추천, 집중투표제 및 전자투표제 도입 등을 요구

○ 소버린이 이사회 내에 감사위원 선임 시 의결권 3% 제한 룰을 피하기 위하여 보유 주식 14.99% 중 12.03%를 5개의 자회사펀드에게 2.89~1.99%씩 '지분 쪼개기' 형태로 분산하여 15.1%까지 의결권을 행사할 수 있었던 반면, 최대주주인 SK그룹 계열사와 특수관계인의 의결권은 3%로 제한됨.

- 결과: 임시주주총회에서 임원 선임 관련 정관 변경 부결, 최태원 회장의 이사 선임

○ 패배한 소버린은 2005. 6월 경영불참 선언 후, 2005.7월 보유주식 전부를 시간 외 매매로 주당 49,011원씩 총 9,326억 원에 매각하여, 주식매매차익만 원금의 4.3배인 7,558억 원 실현하였으며, 배당금 458억 원과 환차익 1,316억 원 등을 합하여 2년새 600%가 넘는 총 9,459억 원의 차익 실현

- 한국만 가지고 있는 감사위원인 사외이사 선임 시, 의결권 3%로 제한하는 룰을 악용한 사례로, 여러 개의 3%미만 지분 쪼개기로 규제를 회피하며 의결

권을 행사를 강화해 나가며 행동주의 투자자가 국내 기업의 이사회 장악을 시도했던 사례

(6) 민영화된 공기업 공격

KT&G(한국 인삼 담배 공사) vs. 칼 아이칸(Carl Ichan)

▣ 2006년 2월 칼 아이칸(Carl Ichan)은 민영화된 기업인 KT&G를 대상으로 부동산 처분, 이사진 교체 요구 등을 요구.

- 2006년 2월, 칼아이칸은 스틸파트너스와 연합하여 KT&G 지분을 확보하여 6.59%의 지분으로 2대 주주로 올라서며, 뚜렷한 대주주가 없고 주가가 저평가 된점을 틈타 적극적으로 경영 개입을 시도함.

- 요구내용: 계열사 지분 매각, 부동산 처분, 자사주 매입 등 주가 부양 및 사외 이사 선임

○ KT&G 경영진은 부동산을 서둘러 매각할 시, 제 값을 받지 못하기 때문에 장기적으로 개발 후 매각하는 것이 회사와 모든 주주들의 이익을 위한 것이라고 요구를 거절하자, 칼아이칸은 이사진 교체를 요구하며 주주총회에서 자신 측 사외이사가 선임될 수 있도록 주주권 행사

○ KT&G 이사회는 상임이사 3명, 사외이사 9명으로 총 12명으로 구성되어 있었고 칼아이칸은 이 중 사외이사 후보 3명을 추천하였고, KT&G는 이 후보들을 칼 아이칸 '감사위원이 될 사외이사'로 특정하지 않은 것을 기회로 일반 사외이사와 감사위원이 될 사외이사를 분리선출<sup>25)</sup>하기로 결정

- 결과: 1명의 사외이사 선임, 일부 계열사 지분 매각, 자사주 매입 확대

25) 2009년 이전에는 감사위원 분리선출과 일괄선출이 모두 가능했으며 이에 대한 결정은 주주제안이 없는 한 이사회에 권한으로 할 수 있었음. 2009년 상법개정에서 일괄선출 명문화

○ 칼라이칸은 KT&G가 요구사항을 사실상 거의 다 수용했음에도 불구하고, 2006. 12. 배당금 포함한 약 1,500억 원 상당의 매도차익을 실현하고 10개월 동안 42%의 수익을 챙긴 뒤 철수

□ 지배 구조가 안정되거나 정착되지 않은 민영화된 공기업을 공략하여, 정부의 개입, 인력구조, 가격정책, 의사결정 등의 비효율성 개선 등의 경영개입 명분을 내세우나, 실질적인 공격은 이사회 장악이나 배당, 자사주 매각을 요구하며 차익 실현 후 철수하는 것이 일반적임.

□ 기타 아시아 지역에서 민영화된 공기업을 공격한 사례로, 日 담배국영공사, 인도의 국영 광업 회사 등 다수 존재함.

(7) 자국 기반 행동주의 투자자 출현

**구로다 전기(Kuroda Electrics) vs. 무라카미 홀딩스(Murakami Holdings)**

□ 1954년도 창업된 日 전자 부품 유통 업체인 구로다 전기(Kuroda Electrics)는 자국 기반의 행동주의 투자자인 무라카미 홀딩스(Murakami Holdings)으로부터 이사회 진출, 배당요구, 사업전략 변경 등 과도한 요구를 받음.

- 2015년 6월, 구로다 전기의 저평가된 기업가치, 낮은 성과 등을 지적하며 무라카미와 그의 딸이 운영하는 C & I Holdings가 15.8%의 지분을 확보한 후 공개 서한 발송

※ 무라카미는 일본 內 한신전철, TBS의 주식을 매입한 후 경영권 쟁탈전을 벌이며 막대한 차익을 올린 자국 기반 행동주의 펀드로 '신의 손' 별명을 얻게 되었으나, 2006년 내부자 거래로 징역 3년과 추징금 11억으로 구형됨.

○ 최근 무라카미는 다시 일본 시장에 돌아와 그의 딸인 아바(Ava)가 운영하는 C & I Holdings를 포함한 여러 펀드를 통해 약 10개의 다른 일본 기업의 지분을 확보하며 공격중임.<sup>26)</sup>

- 요구 내용: 무라카미 본인을 포함한 사외 이사 4명 선임, 배당 확대, 전략적 파트너십과 인수합병 제안, 전환사채 발행에 대한 반대의사 표명

○ 사외 이사 4명을 추가 선임, 배당 성향을 40%에서 65%로 확대, 자금 지원 정책 및 합병, 인수에 대한 회사의 전략 수정을 요구

○ 40%이상의 구로다 전기의 지분을 보유하고 있는 외국인 주주의 표심이 관건인 상황에서 의결권 자문사인 ISS는 무라카미의 손을 들어주었지만, 또 다른 자문사인 Glass Lewiss는 무라카미가 요구하는 사외 이사의 추가 선임이 기업을 위한 수익률 제고에 영향에 대한 증거가 부족하다는 이유로 과도한 요구라고 판단<sup>27)</sup>

- 결과: 60%를 보유하고 있던 주주들이 의결권 자문회사 Glass Lewiss의 권고에 따라, 무라카미의 제안에 반대표를 던지며 무산

- 자국기반 행동주의 헤지펀드가 아시아 지역에서 증가하는 추세로, 외국자본의 투기자본의 기법을 그대로 전수 받아 수익실현의 목적을 최우선으로 한다는 면에서 외국 대형 행동주의 투자자의 공격방식과 비슷한 패턴으로 공격할 것으로 예상됨

**이밖에도 홍콩의 Daivid M. Webb, RMB, 일본의 Oasis Management, 한국의 페트라 자산운용, 라임 자산운용 등 아시아에서 자국 행동주의 투자자의 출현도 확대될 전망**

26) Financial Times, "Kuroda Electric stifles Murakami comeback plans" (15.8.21)

27) Proxy fight to test Japan's corporate governance reform(2015. 8. 18). Nikkei Asian Review

### 3. 정리

#### ▣ 최근 아시아 기업을 대상으로 한 행동주의 투자전략을 다음과 같이 정리함.

- 최근 행동주의 투자자들은 주로 승계나 지배구조에 대한 이슈가 있는 아시아의 대기업을 공략하는 경향을 보이는데, 이는 사회적 영향력이 큰 기업에 대한 부정적인 평가로 공격하면, 아시아에서는 사회적 분노를 조성하기 쉽고, 소액 주주들의 대중심리를 잘 활용하수 있다는 점에서 행동주의 투자자들의 공격 효율성을 높일 수 있기 때문임.
- 아시아 기업들의 저평가를 지배구조에 기인하여 공격하는 전략은 일본과 한국에서 기업의 지배구조를 거론하는 것은 정치적인 문제로 직결되고, 잘 활용하면 재벌에 대한 반감을 조성하기 용이하므로, 행동주의 투자자들이 적은 지분으로도 여론전을 유도하여 요구 수용률을 높이는 방법
- 특히, 일본의 아베노믹스, 한국의 경제민주화 등 정부의 지배구조 개선과 주주환원 강화에 대한 정책 기조가 행동주의 투자자들이 공격하는 명분에 빌미를 제공해주는 격
- 사업이 다각화된 아시아의 기업들을 공격하여 非핵심사업 부문의 분사, 기업공개(IPO), 매각 등을 요구하며 기업의 현금 확보와 주가상승을 통해 차익 실현하는 패턴을 보임.
- 행동주의 투자자들의 사업 전략 변경 및 분사 요구는 기업의 경영 비전과 기업 내 사업간 시너지효과와 거래 효율성을 고려하기보다는, 사업을 분사 및 매각 시, 분사된 기업의 가치 평가지표가 일반적으로 높아지는 경향이 있다는 것과 많은 현금을 한 번에 확보하여 고수익을 내기 위한 투자 전략임.
- 분사나 매각 요구가 무산되더라도 행동주의 투자자의 요구만으로도 주주들에게 기업가치 제고에 대한 기대심리를 주기 때문에 주가 상승으로 이어지나,

실질적인 기업 가치에 의한 상승이 아닌, 非정상적인 수익분배로 장기적인 기업성과에는 부정적인 영향을 초래할 우려가 제기됨.

- 사내유보금이 많은 일본과 한국 기업들을 공략하여, 주주친화정책을 명분으로 과도한 배당확대와 자사주 매각을 요구하는 패턴을 보임.
- 저성장 국면에 들어서며 새로운 투자처를 찾지 못하고 대규모의 사내 유보금을 갖게 된 일본과 한국 기업을 공략하는 것이, 행동주의 투자자가 강도 높은 주주환원정책을 요구하기 좋은 조건으로 작용하며, 외국인 투자자들의 지분율도 높다는 것도 요구의 수용률을 올려주는 등 최적화된 환경임.
- 금융감독원 자료에 따르면, 2016년 9월 기준으로 30대 상장기업의 외국인 투자액이 315조 원으로 전체 투자자의 67%를 차지하고 있기 때문에, 배당과 자사주 매각을 요구가 수용됐을 시, 우량회사일수록 외국인 투기자본으로 국부유출 가능성 높음.
- 아시아 기업 사례에서, 행동주의 투자자가 기업으로부터 배당을 수령한 후, 곧바로 철수하는 패턴이 반복적으로 관찰된다는 면에서 단기시세차익을 겨냥한 목적일 가능성 농후
- 무리한 배당과 자사주 매각으로 사내유보금이 줄어들게 되면, 기업 측에서는 투자 자원 확보가 어려워진다는 면에서, 기업의 장기적 투자를 희생하게 되며, 기업의 중장기적 가치 훼손될 가능성 높음.
- 5%를 공시 관련 규정이나 감독의 맹점 활용한 전략
- 다른 외국인 투자자와의 연합, 스왑 거래 등의 쪼개기식 지분 확보 후, 단기간에 지분율을 올리며 공격하는 행태는 경영권의 레이더망(5%룰)을 피하여 경영권 방어에 대한 준비가 되지 않은 상황에서 자신에게 유리한 구도를 만들기 위한 수법일 가능성이 높음.
- 대부분 기업이 주주명부 상 지분율만 확인할 뿐 지속적인 소유 여부를 미처 확인하지 못하는 제도적 허점을 악용하여, 법적 요건을 갖추지 않고서도 주

주 제안을 통해 이슈화를 통해 주가 상승을 피하려는 행태는 시장 질서를 교란시킬 가능성 높음.

- 지배 구조가 아직까지 취약한 아시아의 공기업들을 공략하여 정부의 개입, 인력구조, 가격정책 의사결정 등에서의 비효율성을 명분으로 경영 개입과 이사회 장악을 시도하는 패턴을 보임.

○ 공공재 성격의 국가 기반사업에서의 정부의 관여는 물가정책의 일환이므로 불가피하며, 공공가치를 우선해야한다는 면에서 행동주의 투자자들의 이익과 대치되는 영역 존재

○ 민영화 기업의 경우 사업의 특성상, 국가 안보 유지와도 연계되어 있어 경영권 보호 수준 제고가 필요한 상황임.

- 자국기반 헤지펀드가 약하지만 활동 증가하는 추세이나, 외국자본의 투기자본의 기법을 그대로 전수받아 수익실현의 목적을 최우선으로 함.

○ 행동주의 투자자들은 이윤을 위해 움직이는 방식은 똑같기 때문에 자국기반 행동주의 펀드들의 공격 역시, 단기 시세차익에 특화되어 있으며, 기업의 장기적 가치제고의 희생이 불가피할 것

#### IV. 결론 및 정책적 시사점

□ 행동주의 투자자의 활동 반경이 일본을 시작으로 향후 아시아 시장에 더욱 확대될 것이며, 경제민주화 정책 압력 속에서 국내 기업이 다음 헤지펀드의 공격 타겟이 될 가능성이 높음.

- 행동주의 헤지펀드가 투자한 일본 기업은 2015년 8개에서 2016년 상반기에만 13개로 증가하며,<sup>28)</sup> 향후 아시아 기업의 이같은 공격이 더욱 가속화 될 것으로 전망
- 우리나라도 일본과 같이 저성장애 진입하였으며, 일본과 비슷한 기업생태계를 갖고 있다는 면에서 행동주의 헤지펀드가 공격할 다음 타겟으로 한국이 될 것
  - 특히, 주주환원정책과 지배구조 개선을 내세우며, 외국 자본에 우호적이었던 아베노믹스와 유사하게, 현재 국내에서 거세지고 있는 경제민주화 정책압력은 행동주의 헤지펀드가 국내 기업을 정조준하기 더욱 유리한 상황
- 따라서, 한국에 발생한 헤지펀드의 공격 사례들이 일회성 이벤트가 아닌 본격적인 공격의 시작으로 인식해야 함.

□ 행동주의 투자자의 과도한 경영개입에 따른 부작용에 정책적 관심이 필요한 상황

- 매번 경영권 방어 장치에 대한 논란이 있을 때 마다 번번이 무산됨.
  - 2003년 SK 소비린 사태 이후 경제 단체들이 기업들을 대변해 포이즌 필이나 차등의결권 같은 제도적 장치의 필요성을 꾸준히 제기해 왔지만 번번이 무산
  - 3년 뒤인, 2006년 KT&G와 칼아이칸 사태를 다시 겪

었음에도 불구하고, 포이즌 필 도입을 시도하는, 상정되지 못하고 폐기됨.

- 행동주의 투자자의 공격이 기업에 미치는 영향과 관련된 연구들이 보고되고 있으며, 행동투자자의 개입이 장기적 기업가치에 부정적임을 시사하는 결과들이 다수 존재함.
  - 단기적으로 헤지펀드의 개입 전후 20일까지의 기간 동안 주가를 올리는 효과가 있지만,<sup>29)</sup> 주가 상승 요인이 행동주의 투자자의 개입 때문이라는 증거는 여전히 존재하지 않음.
  - 행동주의 투자자들이 대체로 1년 내에 보유주식을 매각하고 주주의 지위에서 탈퇴하여 차익 실현 후 철수하는 행태를 보이며,<sup>30)</sup> 장기적으로는 행동주의 투자자의 과도한 배당 요구 수용이 기업 성과에 부정적인 영향을 나타내는 실증 분석 결과가 존재함.<sup>31)</sup>
  - 2010년 미국에서 행동주의 투자자의 공격을 받은 115개 기업은 고용이 21.4% 감소했고 연구 개발 비중은 17.3%(09년)에서 8%(13년)로 감소한다는 실증분석 결과가 존재함.<sup>32)</sup>
  - 따라서, 행동주의 투자펀드의 공격이 증대되면, 기업들이 분배한 배당금이 가계수익으로 직결되는 것이 어려워지고, 외국 투기자본에 의한 국부유출 증대 예상<sup>33)</sup>

28) Activist Insight (2016.7) Half Annual Report

29) Brav, Jiang, Partnoy and Thomas (2008)의 연구 결과에 의하면, 헤지펀드는 목표 대상 회사로부터 Schedule 13D 제출일 기준 [-10, +10]에 7.2%의, [-10, -1]에 3.2%의, [0, +1]에 2%의, [+2, +10]에 2%의 수익을 각각 얻었다.

30) John C. Coffee, Jr. and Darius Palia, supra note 4, at 2, 90

31) John C. Coffee, Jr. and Darius Palia, The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance, Columbia Law and Economics Working Paper No. 521, 2015, p64

32) <http://news.joins.com/article/18191695>

33) 연합뉴스 "가계소득 늘린다더니... 외국인 배당 주머니부터 '불룩' (2016.6.25.)

- 헤지펀드 본산인 미국에서의 최근 논의되고 있는 행동주의 투자자들에 대한 비판적 발언과 규제에 관심을 가질 필요가 있음.<sup>34)</sup>

- 행동주의 투자자들은 단기수익만 집착하고 기업의 성장성을 값아 먹는다며 워렌 버핏, 래리 핑크 등 행동주의 투자자들의 무차별 공격에 대한 심각성을 잇달아 제기
- 美 금융당국도 행동주의 헤지펀드 간 내부 거래, 사전 모의 등 거래위반행위에 대한 적극적인 규제 강화 움직임을 보이고 있는 상황임.

**□ 기업차원의 노력과 함께 정치권도 지배구조 규제 논의에 신중할 필요성**

- 국내기업들은 헤지펀드의 공격에 취약한 상황

- OECD 회원국 중 경제규모가 5,000억 달러 이상인 14개국<sup>35)</sup> 중 차등의결권은 10개국, 포이즌 필은 6개국에서 허용하나 한국은 자사주 외에는 사실상 경영권 방어 장치가 전무한 상황
- 경영권 보호 장치가 미흡한 상황에서 기업들이 행동주의 투자자들의 공격을 방어하기 위해 과도한 자금을 투입하면 중장기 성장 동력을 위한 연구개발 투자가 위축됨.

- 최근 상법개정안에서 발의된 법안들은 경영권 위협에 노출시킬 우려

- 최근 상법개정안 내용에서의 감사위원 분리선출(대주주 3%의결권 제한)과 전자투표제도는 행동주의 투자자들이 악용할 가능성 높음.
- 주주명부 열람, 위임장 확보 등의 소수주주권 요건이 낮아 행동주의 투자자의 국내 기업에 대한 공격에 노출되기 쉬운 환경임.

- 기업들도 주주들과의 소통 강화, 주주가치 제고 노력 필요함.

○ 주주환원 확대 및 투명성 증진을 통해 세계적 수준의 주주친화적 환경을 구축하고, 이를 위해 제도 규정이 미미한 부분들에 대해 기업이 선제적으로 여건을 만드는 노력 필요할 것

34) 매일경제(2015.7.10.), '행동주의 헤지펀드 본산' 미국서도 부작용 속출...규제강화 목소리 높아져  
 35) 미국, 일본, 독일, 영국, 프랑스, 이탈리아, 캐나다, 호주, 스페인, 멕시코, 네덜란드, 터키, 스위스, 스웨덴(GDP 규모 전체의 91%)



**keri** 한국경제연구원

발행일 2017년 2월 20일 | 발행인 권태신 | 발행처 한국경제연구원 | 주소 서울시 영등포구 여의대로 24 FKI타워 45층 | 전화 3771-0060 | 팩스 786-0270-3