

기업지배구조 :

주주행동주의 이해와 이사회 가이드

주주행동주의는 보다 확장된 관점에서 볼 필요가 있다. 많은 사람들에게 주주행동주의란, 헤지펀드가 목표 회사의 이사회를 장악하기 위해 위임장 대결(proxy fight)을 벌이고 있는 모습으로 연상될 수 있다. 물론 이것은 주주행동주의의 일부이긴 하다. 그러나 본고에서 주주행동주의는 회사의 경영 관행이나 전략을 바꾸기 위해 주주로서의 권리를 활용하려는 투자자의 다양한 노력을 의미한다. 따라서 주주행동주의에는 기업지배구조 문제에 대한 기관투자자의 관여¹, 개인투자자의 주주제안, 헤지펀드의 위임장 대결 등이 포함될 수 있다.

Contents

2021년 주주행동주의

1. 주주행동주의자: 누구이고, 무엇을 원하는가?
2. 전술: 주주행동주의자의 목표 추구 방법
3. 위험 요소: 주주행동주의자를 유인할 수 있는 위험 신호
4. 주주행동주의자 고려하기
5. 주주행동주의자에 대응하는 방법

¹ 기관투자자는 수탁자 책임을 부담한다. 수탁자 활동의 핵심은 투자대상기업에 대한 관여(engagement)이며, 관여의 주된 목적은 주주와 이사 간의 대화를 통해 주주의 의견을 듣고 회사가 통찰을 얻도록 하는 데 있다. 그러나 이러한 관여는 대화에 한정되지 않으며 주주행동주의의 성격을 띄는 활동을 포함한다. 한국 스투어드십 코드(기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙)에서는 코드의 도입 목적과 의의에서 다음과 같이 언급하고 있다.

3. 기관투자자는 이사회가 부여받은 책임을 충실히 이행하는지 점검하고 필요에 따라 이사회와 적극 대화하는 등 건설적인 관여 활동에 나설 책임이 있다. 이사회는 회사와 주주를 대표해 경영(진)을 감독함으로써 책임을 이행한다.

5. 수탁자 책임 이행 활동의 범위는 의결권 행사로 한정되지 않는다. 기업 경영 전략과 성과, 위험 관리, 지배구조 등 핵심 경영사항에 대한 점검과 이사회 등과의 협의를 포함하며, 주주제안과 소송 참여 등 보다 적극적인 형태의 활동을 포괄한다. 기관투자자의 관여 활동은 '명확하며 건설적인 목적'을 지향하는 회사와의 대화를 포함하는 광범위한 주주활동이다.

2021년 주주행동주의

COVID-19 위기는 사회와 비즈니스의 모든 측면에서 흔적을 남겼다. 주주행동주의도 예외가 아니었다. 2020년 COVID-19 대유행으로 금융시장이 휘청거리고 심각한 경기 침체가 촉발됨에 따라 주주행동주의자들은 보다 적은 수의 기업을 목표로 하고 캠페인 활동을 줄여왔다. 그러나 2021년에 주주행동주의는 다시 활발해지기 시작했다. 이사회는 이러한 환경을 헤쳐 나가기 위해서 무엇을 알아야 할까?

COVID-19 대유행의 영향

COVID-19의 확산으로 주주행동주의는 상당히 둔화되기도 하였다. 미국의 경우 2020년에 주주행동주의자들이 전년보다 34% 감소한 수의 캠페인을 시작하였고, 25% 적은 수의 회사를 목표로 삼았다.² 그러나 2020년 4 분기에는 활동이 반등하기 시작했다. 2021년 상반기 동안 주주행동주의자들은 55개의 캠페인을 시작했는데, 이는 2020년 같은 기간보다 31% 증가한 수치이다.³

M&A는 역사적으로 주주행동주의자들의 최우선 목표 중 하나였다. 관련 활동은 투자한 회사의 전체 또는 일부를 매각하거나, 이미 인수 협상이 진행 중인 경우에는 더 나은 조건을 찾도록 압력을 가하는 것을 의미할 수 있다. M&A는 2020년과 2021년 상반기에도 역시 주주행동주의자의 가장 일반적인 목표로 남아 있었다.⁴ COVID-19 대유행이 전 세계적인 경제 혼란을 야기함에 따라, 주주행동주의자들은 더 많은 기업이 사업부를 해체하거나 매각하여 가치를 창출하도록 압박했다. 이러한 움직임은 2020년 M&A 중심 캠페인의 가장 일반적인 목표였다.⁵

2021년 상반기의 활발한 활동은 2020년 둔화가 일시적이었음을 시사한다. 몇몇 행동주의 헤지펀드는 COVID-19 대유행 초기에 주가가 급락한 틈을 타 잠재적 목표 기업의 지분을 모으고 있다는 사실을 숨기지 않았다. 이와 같은 투자를 통해 주주행동주의자들은 2021년에도 활동을 계속 확대할 수 있었다.

COVID-19 대유행은 이사회와 경영진을 시험대에 올려놓았다. 실적이 저조할 경우 추가적인 주주감시의 대상이 되거나 주주행동주의자의 표적이 될 수도 있다.

² Lazard's Shareholder Advisory Group, 2020 Review of Shareholder Activism, January 2021.

³ Lazard's Shareholder Advisory Group, H1 2021 Review of Shareholder Activism, July 2021.

⁴ Lazard's Shareholder Advisory Group, H1 2021 Review of Shareholder Activism, July 2021.

⁵ Lazard's Shareholder Advisory Group, 2020 Review of Shareholder Activism, January 2021.

ESG 포커스

환경, 사회 및 지배구조(ESG) 문제는 기관투자자가 투자대상기업에 관여할 때 최우선 순위로 다루며, 기후 변화는 최상위 안건에 해당한다. 또한 2020년 미국에서 일어났던 인종 불평등에 대한 광범위한 시위로 인하여, 대규모 자산운용사들이 공개 성명서 및 의결권 행사 지침에서 다양성과 포용성(D&I)을 과거보다 훨씬 더 강조하게 되었다.

이제 ESG는 단지 기관투자자들만의 관심사로 한정되지 않고 확장되고 있다. 헤지펀드 행동주의자들은 투자대상기업이 기업공시를 늘리고 지속가능한 비즈니스 실무를 채택하도록 점점 더 압박하고 있다. 보다 우수한 ESG 지표가 기업가치를 실현하는 경로라고 생각하기 때문이다. 전통적인 주주행동주의자들은 ESG 문제와 관련하여 투자대상기업을 압박하기 시작했다.⁶ 그리고 최근에 출범한 펀드 중 일부는 ESG 투자 및 행동주의에 전념하고 있다. 투자대상기업의 이사회에 원하는 이사를 선임하기 위해 위임장 대결을 벌인 경우도 있었다.

그 외 새로운 트렌드

특수목적인수회사(SPAC, Special-Purpose Acquisition Companies)는 비상장기업이 기업공개(IPO)를 하기 위한 인기 있는 대안으로 떠올랐다. 특수목적인수회사는 새로운 것은 아니지만 관련된 거래량은 새롭다. 2021년 3월까지 특수목적인수회사의 거래량은 이미 2020년의 총 거래량을 넘어섰다.⁷

주주행동주의자들이 이러한 트렌드를 활용하고 있다. M&A에 필요한 자본을 조달하기 위한 방법으로 특수목적인수회사를 이용하고 있는 것이다. 가장 활동적인 헤지펀드 중 다수가 최근 특수목적인수회사에 투자했다. 한편, 2021년 초에는 주주행동주의의 새로운 지평이 될 수 있는 방식이 등장했다. 개인투자자들이 소셜 미디어와 주식거래 앱을 사용하여 소액의 소비자 브랜드 주식을 조직적으로 매입하는 것이다. 이들은 한 달 만에 주가를 급격히 끌어올렸고, 더욱 빠르게 투자자들이 움직이면서 주가가 폭락한 바 있다. 이러한 위험이 계속해서 남아 있을까? 아니면 인터넷이 만든 일시적인 유행일 수도 있다.

결론을 내리기엔 너무 이르지만, 이사회가 이러한 투자 행태가 회사에 미치는 위험성을 고려해야 할 충분한 이유가 있다고 보인다. 이러한 현상의 이면에 있는 개인투자자와 전통적인 주주행동주의자 사이의 한 가지 핵심적인 차이점은 전자는 투자대상기업의 전략, 공시, 자본 배분에 있어서 어떠한 변화도 추구하지 않았다는 것이다. 그러나 이것은 미래에 바뀔 수도 있으므로, 이와 관련한 위험을 모니터링해야 할 필요가 있다.

⁶ 'Hedge Fund Activists Pivot to ESG,' Institutional Investor, January 23, 2020.

⁷ 'Global SPAC deal volumes this year surpass total for 2020,' Reuters, March 9, 2021.

1. 주주행동주의자: 누구이고, 무엇을 원하는가?

수조 달러 규모의 자산을 운용하는 자산운용사가 ESG 이슈에 미비하게 대처하는 회사의 이사회에 반대 투표를 하겠다고 선언한 바 있다. 보다 작은 헤지펀드는 현금 보유액이 너무 많다고 판단되는 회사에서 위임장 체결을 벌일 위험이 있다. 둘 다 주주행동주의 범주에 속하는데, 경영진이 회사의 잠재력을 극대화하고 있지 않다고 생각하기 때문에 변화를 모색하는 것이다. 궁극적인 목표는 같을지 모르지만, 각자의 전술은 크게 다를 수 있다.

기관투자자

연기금, 보험회사, 뮤추얼펀드 및 상장지수펀드(ETF)를 운용하는 회사는 기관투자자에 속한다. 기관투자자는 개인투자자보다 상장기업 지분 비중이 클 뿐 아니라 더 많은 의결권을 갖는다. 그래서 기관투자자는 많은 상장 기업의 영향력 있는 이해관계자가 된다.

기관투자자는 일반적으로 장기적인 주주이다. 대부분 S&P 500 지수와 같은 광범위한 상장 지수를 기준으로 보유 주식을 벤치마킹한다. 낮은 수수료에 매력을 느끼는 개인투자자들에게 인덱스펀드⁸를 제공하기도 한다. 인덱스펀드는 주식이 저조한 실적을 내거나 회사의 지배구조 관행이 장기적인 가치를 저해한다고 판단하더라도 포지션을 단순히 매도할 수 없다. 그래서 주주행동주의는 이러한 문제를 해결할 수 있는 유일한 수단이 된다. 행동주의를 통해 회사에 우려사항을 전달하고, 기업지배구조 관행의 개선을 포함하여 장기적인 가치를 창출할 수 있는 변화를 주도할 수 있다. 대규모 자산운용사들은 강력한 기업지배구조 관행을 가진 기업이 장기적으로 더 나은 가치를 제공할 수 있다는 믿음에 기반하여 목소리를 높이고 있다.

헤지펀드

반면, 헤지펀드는 평균 이상의 수익을 추구하는 투자자로부터 큰 금액을 끌어들인다. 따라서 항상 미개척된 가치를 찾는다. 헤지펀드 행동주의자들은 종종 회사가 운영되는 방식이나 회사가 추구하는 전략에서 미개척된 가치를 발견한다. 비효율적인 경영, 부실한 이사회, 새로운 기회를 놓치는 회사를 찾는다. 또한, 기업가치를 높일 수 있는 새로운 자본 배분 전략이나 운영상의 변화 가능성을 가진 회사를 찾는다. 그리고 이러한 아이디어에 대해 기존 경영진이나 이사와 함께 하는 노력이 실패했을 때, 목표를 달성하기 위하여 새로운 경영진이나

⁸ 인덱스펀드 또는 수동형펀드는 코스피 200이나 S&P 500 같은 주가 지수와 국채, 금, 원유, 부동산 같은 지수를 추종하도록 설계한 펀드다.

이사를 선임하고자 한다.

전통적으로 헤지펀드 행동주의자들은 배당이나 자사주 매입과 같은 자본 배분 문제에 집중했다. 그리고 합병, 분할, 분사 등 회사의 합병과 분리를 모색하기 시작했으며, 이제는 장기적인 관점의 운영적 행동주의 (operational activism)에 더 큰 초점을 맞추고 있다. 주주행동주의자들은 이사회에 참여(또는 사외이사를 임명)하고, 경영진을 교체하며, 새로운 전략을 실행하는 것을 돕는다. 많은 헤지펀드가 단기적인 이익에만 집착한다고 여겨져 왔지만, 장기적인 관점의 운영적 행동주의는 그러한 인식을 전환하는 데 어느 정도 도움이 되었다.

기타투자자

전통적인 자산운용사와 헤지펀드가 대부분의 주주행동주의자 활동을 차지한다. 가장 많은 돈을 관리하고 가장 많은 의결권을 갖고 있으므로, 변화를 진지하게 추진할 수 있는 가장 큰 능력을 가지고 있기 때문이다. 그러나 이들이 유일한 주주행동주의자는 아니다.

종교 단체, 비영리 단체, 기타 조직도 주주행동주의의 도구인 주주제안 등을 사용하여 기업의 변화를 촉구한다.

소액 투자를 통해 주주행동주의 주주로서 이름을 날린 개인투자자들도 존재한다. 실제로 이러한 주주에 의한 제안은 주주총회 시즌의 표결에 들어가는 주주제안 중 가장 높은 비율을 차지한다. 역사적으로 볼 때 이러한 주주들의 제안은 '좋은 지배구조' 문제에 초점을 맞추는 경향이 있었다. 그리고 최근에는 ESG 및 다른 이슈도 포함하도록 전략을 확장했다.

2. 전술: 주주행동주의자의 목표 추구 방법

어떤 주주는 주주행동주의가 자신이 주식을 보유하고 있는 회사의 가치를 높이는 효과적인 방법이라고 생각하여 주주행동주의자가 된다. 또는 기업의 장기적인 가치를 해치는 지배구조 관행을 해결하기 위해 행동주의자가 되기도 한다. 회사의 제품이나 비즈니스 관행에 대응하기 위해서 그럴 수도 있다. 따라서 주주행동주의는 다양한 형태를 띤다. 그러나 목표는 동일하다. 즉, 경영진과 이사회가 회사 운영 방식을 바꾸도록 동기를 부여하는 것이다.

주주가 사용하는 전술은 목적에 따라 다르다. 장기적인 관점을 가진 기관투자자에게 적합한 방식이 더 빠른 수익을 추구하는 헤지펀드에는 적합하지 않을 수 있다. 주주행동주의자의 전술이 일상적인 주주관여를 출발점으로 하는 연속선 상에 존재한다고 생각할 수도 있다. 모든 경영진과의 면담 요청이 보다 과감한 형태의 주주행동주의 활동의 전초전은 아니다. 그러나 변화를 추구하는 많은 주주들은 경영진과 이사들을 설득하는 것으로 시작할 것이다. 어떤 주주들은 주주행동주의자 스펙트럼의 더 공격적인 끝에서 시작할 가능성이 높다.

주주행동주의자 스펙트럼

덜 공격적 <.....> 더 공격적				
전술	주주관여	주주제안	반대 투표 캠페인	위임장 대결
정의	회사에 대한 주주의 우려사항을 논의하기 위해 경영진(및/또는 이사회) 면담 요청	주주가 주주총회 안건을 직접 제안 ⁹	주주들에게 현 이사회 구성원에 반대하는 투표를 하도록 설득하거나 경영진 보상에 대한 지지를 보류하도록 하는 캠페인	회사 이사회의 일부 또는 전부를 주주행동주의자가 지명한 이사로 교체하려는 시도
주체	모두	개인 주주행동주의자, 특정 단체	기관투자자	헤지펀드

주주제안

경우에 따라 투자자들은 주주제안을 회사와의 대화를 시작하기 위한 방법으로 본다. 회사와 이사회에 대한 직접적인 관여에도 불구하고 변화가 없는 경우, 기관투자자와 개인투자자는 주주제안을 하거나 하겠다고 압박할 수 있다.

주주제안은 주로 지배구조 관행이나 정책, 경영진 보상, 기업 시민으로서 회사의 행동에 중점을 둔다. 주주제안을 하려는 주주들은 주요 기관투자자들이 유사한 문제에 대해 어떻게 의결권을 행사하는지 관찰하고, 어떤 주주가 제안을 지지할 것인지를 파악한다. 또한 안건에 대한 지지를 독려하기 위해 다른 주주들에게 연락을 취하기도 한다.

⁹ 주주총회 의제·의안을 정하는 것은 이사회의 권한이지만, 일정 요건을 충족하는 주주는 법에 따라 의제·의안을 제안할 수 있다. 그러나 모든 주주제안이 주주총회 표결에 부쳐지는 것은 아니다.

반대 투표 캠페인

'반대 투표' 캠페인은 주주들에게 이사 후보나 경영진 보상과 같은 문제들에 대해 반대표를 던질 것을 촉구한다. 반대 투표 캠페인을 통해 주주의 우선순위 변화에 대한 강력한 신호를 보낼 수 있다.

캠페인의 목적을 달성하기 위해 반드시 부결되어야 할 필요는 없다. 미국의 경우 이사 및 보상에 대한 전반적인 주주 지지는 일반적으로 90% 이상이다. 따라서 지지도가 60%대나 70%대로 떨어진다면 주주들의 불만에 대한 엄중한 메시지를 보내는 것이다. 또한 언론의 취재를 야기하거나 이사의 평판에 영향을 미칠 수 있다. 이 사들은 다수의 이사회에서 활동하는 경우가 많기 때문에 한 회사에서의 낮은 지지율은 해당 이사에 대한 다른 회사의 평가에도 영향을 줄 수 있다.

위임장 대결

주주행동주의자가 목표를 달성하는 가장 좋은 방법으로 회사 이사회 일부 또는 전체를 교체하는 것을 선택할 수도 있다. 이 경우 주주행동주의자는 자체적으로 이사 후보자 명단을 발표하고 다른 주주들이 이들을 지지하도록 설득한다. 위임장 대결은 비용이 많이 들고 논란이 될 수 있다. 역사적으로 이러한 방식은 행동주의 헤지펀드와 가장 밀접하게 연관되어 있다.

구체적인 주주행동주의 전략은 투자자마다 다를 수 있지만, 위임장 대결의 위협을 더 신뢰할 수 있도록 만들기 위해 헤지펀드가 일반적으로 취하는 몇 가지 조치가 있다. 헤지펀드는 원하는 변화에 대한 사례를 제시하는 장문의 백서를 배포함으로써 다른 주주들의 지지를 얻으려고 할 수 있다. 또는 회사 경영진이나 이사회에 그들의 우려사항을 나열한 공개서한을 보낼 수도 있다. 이와 같은 문서들을 언론이 입수하면, 압박은 더욱 가중될 것이다.

위임장 대결은 시간과 비용이 많이 소요되며, 회사에 소모적이다. 헤지펀드의 성공도 보장되지 않는다. 그래서 주주행동주의자와 투자대상기업은 전면적인 위임장 대결을 막기 위해 때때로 합의에 이른다. 합의 결과, 주주행동주의자는 회사의 이사회에 자리를 확보하거나, 목표 사항 중 일부의 실행에 대해서 경영진의 약속을 받을 수도 있다.

일부 기관투자자들은 최근 몇 년간 기업들이 너무 쉽게 합의에 이른다고 우려한다. 그리고 기업들이 서둘러 합의하기 전에 최소한 주요 주주들에게 연락하여 의견을 구해야 한다고 강조한다. 기관투자자들은 경우에 따라 주주행동주의자의 의견에 동의하기도 하지만, 때로는 주주행동주의자에 대항하여 회사가 입장을 고수하기를 원한다.

3. 위험 요소: 주주행동주의자를 유인할 수 있는 위험 신호

모든 주주행동주의자에게는 고유한 의제가 있다. 그러나 역사적으로 주주행동주의자의 관여를 유발하는 회사는 몇 가지 공통점이 있다. 주가 부진, 동종기업 대비 실적 부진, 지배구조 부실, ESG 이슈에 대한 관심 부족 등이 그 예이다.

재무성과 또는 주가 부진

주주들은 회사가 동종기업보다 실적이 저조하거나, 나머지 사업과 맞지 않는 사업부에 매달리거나, 재무상태표상 너무 많은 현금을 보유하는 것을 별로 달가워하지 않는다. 결과적으로 주주들이 행동주의로 전환할지 여부는 투자 전략에 달려있다. 다른 지배구조 문제에 대한 우려가 있는 경우에도 가능성이 높아진다.

전형적으로 헤지펀드 행동주의자들은 실현되지 않을 것이라고 믿는 가치를 실현하기 위해 노력한다. 장부가 대비 시장가치의 비율이 낮거나, 보유 현금이 과다하거나, 부동산과 같이 수익을 창출할 수 있는 자산이 많은 회사는 타깃이 될 수 있다. 일반적으로 기관투자자는 회사가 다음에서 논의되는 지배구조 취약점을 갖지 않는 한 행동주의자를 지지할 가능성이 낮다.

지배구조의 취약점

지배구조 문제는 기업의 다른 약점을 시사하며, 기업가치를 저해한다. 투자자가 회사에 관여하거나 주주제안을 하거나 훨씬 더 극단적인 조치를 취하도록 자극할 수 있는 이슈는 다음과 같다.

- **이사회 구조 및 구성:** 많은 기관투자자들은 이사회 구성, 특히 이사회 다양성에 집중한다. 실적이 저조한 이사의 선임을 반대하기 어렵게 만드는 기업도 주주들의 반발을 살 수 있다.
- **경영진 보상:** 보상 관행이 문제가 되거나, 회사 실적과 동떨어진 보상, 보상에 대한 낮은 지지에도 불구하고 대응이 없는 기업은 주주들이 조치를 취하려 할 수 있다.
- **중요한 취약점:** 재무보고 내부통제(내부회계관리제도)의 중요한 취약점은 해당 회사의 감사위원들에게 주주들이 반대표를 던지게 만들 수 있다. 특히 회사가 이 문제를 해결하기 위해 적절한 조치를 취하고 있지 않는 것으로 보이면 더욱 그렇다.

ESG 결점

ESG 영역에서의 잘못된 관행으로 인해 회사가 주주행동주의자의 표적이 될 수도 있다. 환경과 관련하여 기후 변화 위험에 대한 공시 부족이 원인이 될 수 있다. 부적절한 노동, 보건, 안전 관행을 포함한 기업의 사회적 책임과 관련될 수도 있다. 과도한 정치적인 지출과 로비도 주주행동주의의 타겟이 될 위험을 증가시킨다.

많은 대형 자산운용사들이 ESG에 대해 더 많은 공시를 요구하고 있다. 기후 변화와 D&I와 같은 이슈들이 회사의 전략에 어떻게 영향을 미치는지에 대해 논의하기를 원한다. 또한 ESG 문제에 대응하기 위한 기업의 계획을 알고 싶어 한다.

헤지펀드는 주주행동주의 캠페인의 촉매제로서 ESG에 점점 더 집중하고 있다. ESG 성과와 주주가치 사이의 관련성이 있다고 보기 때문이다. 최근 출범한 여러 펀드는 지속가능성 실무와 기업가치 창출 간의 연계를 투자 목적의 중심에 두고 있다.

주주 우려사항 무시

투자자에 대한 대응 부족은 달갑지 않은 관심을 불러올 수 있다. 때로는 주주관여 과정에서 제기된 이슈가 주주제안으로 발전할 수 있다. 회사가 우려사항에 대한 조치를 취하지 않으면 그 결과는 더 심각할 수 있다. 예를 들어, 경영진 보상에 대한 지지도가 낮았을 경우 주주들은 회사의 인센티브 계획에 변화가 있을 것으로 기대한다. 그러나 만약 변화가 없다면 주주들은 보상위원회 이사들에게 반대표를 던지기 위한 캠페인을 시작할 수도 있다. 결론적으로 주주의 의견을 듣고 해당 주장이 타당한지 검토해 보고, 만약 타당하다면 이에 대한 대응을 고려하는 것은 회사에 나쁘지 않다.

4. 주주행동주의자 고려하기

주주행동주의는 놀라움으로 다가올 수 있다. 헤지펀드가 성과가 낮은 자산의 매각이나 회사 자체의 매각을 압박하면 경영진과 이사회는 혼란에 빠질 수 있다. 경영진과 이사회는 왜 행동주의의 타겟이 될 것을 몰랐는지 의아할 수 있으며, 주주제안을 받는 것은 달갑지 않은 침입으로 느낄 수 있다.

이사회는 주주행동주의에 대비하는 데 핵심적인 역할을 해야 한다. 어떤 주주행동주의자들이 회사에 관여할 수 있는지, 이들이 어떤 문제들을 제기할 수 있는지, 그리고 다른 주주들이 어떻게 반응할지를 예측할 수 있어

야 한다. 주주행동주의자들의 관심을 끌 수 있는 문제들을 다루도록 경영진을 설득할 수도 있다. 이러한 조치를 통해 주주행동주의자의 관심에서 벗어날 수 있을 뿐만 아니라, 회사의 실적과 주요 이해당사자와의 관계를 개선할 수도 있다.

솔직한 관점에서 회사 살펴보기

이사는 회사의 전략과 그 전략이 얼마나 효과적으로 실행되고 있는지에 대해 항상 잘 알고 있어야 한다. 이를 위해서 비판적인 시각으로 회사의 성과를 살펴봐야 한다. 그러나 때로는 이사들이 입수하는 데이터가 너무 세분화되어 큰 그림을 보기 어려울 때가 있다. 어떤 경우에는 지나치게 축약되어 중요한 세부사항을 놓칠 수도 있다.

따라서, 주주행동주의자의 관여를 촉발하는 일반적인 트리거에 초점을 맞추는 것이 도움이 될 수 있다. 예를 들어, 회사의 ESG 공시 내용이 모범 사례와 어떻게 비교되는지, 또는 주주행동주의자들이 타깃으로 삼은 동종 업체와 비교하여 회사가 얼마나 높은 배당률을 보이는지 등을 물어봄으로써 현황을 명확히 이해하는 데 도움을 받을 수 있다. 외부 전문가, 산업 분석가, 투자 은행 또는 회사 외부의 다른 사람들에게 회사가 투자자와 잠재적 행동주의자에게 어떻게 보이는지에 대해 의견을 구하는 것도 도움이 된다. 외부인의 '있는 그대로의' 견해, 즉 경영진에 의해 미화되지 않은 견해를 요청하자.

이슈가 있을 때에는 해결을 위해 능동적인 조치를 취한다. 이를 통해 주주행동주의자의 표적이 될 가능성을 줄일 수 있다. 또한 이사회에 대한 주주들의 신뢰를 강화할 수 있다. 최종적으로 회사가 변화하기 않기로 선택하더라도 주요 절차를 거침으로써, 경영진과 이사회는 회사가 올바른 방향으로 가고 있다고 믿는 이유를 재확인하고 명확히 밝히는 데 도움이 될 것이다.

주주 파악

주주행동주의자가 회사나 동종업계 경쟁사에서 중요한 위치에 있을 때, 이사회는 주주에 대해 잘 알고 있어야 한다. 그리고 향후 회사에 영향을 미칠 수 있는 광범위한 행동주의 동향에 대해서도 파악해야 한다. 주주들이 무엇을 추구하는지 이해하면, 회사가 표적이 될 위험을 평가하고 예상되는 전술을 파악하는 데 도움이 된다.

물론 이사들은 최대주주의 견해를 지속적으로 업데이트해야 한다. 여기에는 공개적인 관여 우선순위나 위임장 투표 안건의 변동 사항을 주의 깊게 지켜보는 것이 포함된다.

주주관여 계획 만들기

회사가 일단 주주행동주의자의 관심 영역을 파악한 후에는, 해당 주제에 대해 다른 주주들과 관여 활동을 하는 것이 주주행동주의자의 캠페인에 대비하는 데 도움이 될 수 있다. 캠페인을 피하는데도 마찬가지이다. 회사의 취약점과 전략적 선택에 대해 투명하게 밝히는 것은 해당 문제에 대한 주주들의 관점을 바꾸는 데 도움이 될 수 있다. 또한, 이사회가 감독 책임을 다하고 있음을 입증할 수 있다. 회사가 행동주의자의 제안을 받기 전이라도, 이사들과 주요 투자자 간의 논의가 도움이 될 수도 있을 것이다. 만약 주주행동주의자들이 회사를 목표로 삼더라도 이사들은 이미 다른 투자자들로부터 신뢰를 확보할 수 있기 때문이다. 이로써 회사의 입장을 보다 효과적으로 대변할 수 있다.

5. 주주행동주의자에 대응하는 방법

주주행동주의자가 목소리를 내기 시작할 때 회사의 대응이 매우 중요하다. 실효성 없는 대응은 회사의 경영진과 이사회가 주주들의 우려에 제대로 대처하지 못하고 있다는 인상을 주어 상황을 더 악화시킬 수 있다. 주주행동주의자의 조사가 달갑지 않을 수도 있지만, 기업가치에 도움이 될 수 있다. 주주행동주의자에 효과적으로 대응한다면 장기적으로 회사를 더 강하게 만들 수 있다.

당면 문제를 객관적으로 고려하기

헤지펀드 행동주의자들은 보통 회사에 접근하기 전에 광범위한 연구를 한다. 이러한 연구를 바탕으로 단기적으로 가치를 창출하기 위한 구체적인 제안을 개발한다. 그리고 대체로 이러한 아이디어들을 다른 주주들과 논의해왔다. 회사의 기관투자자가 이미 행동주의자들의 제안을 평가하는 데 시간을 보냈다고 가정해 보자. 투자자들은 회사의 경영진과 이사회도 그러한 평가를 수행했을 것으로 기대할 것이다. 이사회에 변화에 대한 요구는 이사회 구성원인 이사들에게 불편하게 느껴질 수 있다. 또한, 경영진의 변화에 대한 요구는 거의 확실히 CEO에 대한 공격처럼 느껴질 것이다. 그러나 이러한 아이디어 중 어떤 것도 묵살되어서는 안 된다.

또한 주주제안과 반대 투표 캠페인을 진지하게 받아들이는 것이 중요하다. 한 발짝 물러서서 생각해 보아야 한다. 기업지배구조에 있어서 완벽한 기업은 거의 없기 때문이다. 물론 회사의 관행이 정당화될 수 있다. 하지만 개선할 수 있는 부분이 있을까? 현상 유지 편향의 결과로 인해 피해 왔던 변화는 무엇일까? 주주들의 압박이 무시되지 않는 한 귀중한 경종이 될 수 있다.

최선의 대응 방법 결정

헤지펀드 행동주의자의 경우 전략이 다를 수 있다. 헤지펀드가 비공개 요청으로 접근한다면 합리적인 대응이 가능하다. 이를 통해 회사는 주주행동주의자의 비판에 대해 들을 수 있다. 또한 향후 사적인 대화를 위한 토대를 마련할 수 있으며, 나중에 회사가 주주행동주의자와 합의하기를 원할 경우 도움이 될 수 있다. 그러나 헤지펀드 행동주의자들이 캠페인을 공개적으로 한다면, 가장 현명한 조치는 최대한 말하지 않는 것일 수 있다. 미디어를 통해 헤지펀드 행동주의자와 싸우는 회사가 얻을 수 있는 잠재적인 이익은 거의 없기 때문이다.

주주제안을 받았거나 반대 투표 캠페인의 표적이 된 회사의 경우, 최선의 선택은 투자자에게 접근하는 것이다. 투자자의 구체적인 관심사에 대해 논의할 필요가 있다. 주주제안을 다루는 방식으로 제안을 철회하는 대신, 회사와 주주가 일부 조치에 합의할 수 있다. 주주들이 항상 즉각적인 조치를 고집하는 것은 아니다. 변화에는 시간이 필요하다는 것을 알고 있으며, 회사가 문제를 해결하기 위한 계획을 보여주면 만족하는 경우도 많다. 의사소통으로 반대 투표 캠페인을 끝내지 못할 수도 있지만, 주주의 관점을 이해하면 회사가 대응하는 데 도움이 될 것이다.

다른 주주에게 연락하기

주주행동주의자들이 반대 투표 캠페인이나 위임장 대결을 고려하고 있을 때, 효과를 보려면 다른 주주들의 지지가 필요할 것이다. 이미 주주행동주의자들이 회사의 다른 투자자들과 교류하고 있다고 봐도 무방할 것이므로 경영진과 이사회도 의견을 내는 것이 중요하다. 주주행동주의자들의 접근은 제기된 문제에 대해 다른 주주와 논의할 수 있는 기회를 제공할 수 있다. 회사의 현재 방침이 왜 회사와 모든 투자자의 장기적 이익에 가장 적합한가에 대한 회사의 견해를 명확히 설명할 필요가 있다.

회사가 이미 그러한 주주들과 관계를 구축해 가고 있다면 이상적일 것이다. 만약 회사가 주주행동주의자의 제안이 장기적으로 최선의 이익이라고 생각하지 않는다면, 다른 투자자들은 왜, 그리고 어떻게 그러한 결론에도 달했는지 알고 싶어할 것이다. 만약 회사가 변화를 반영하기로 결정했다면, 어떤 사항인지 공개하는 것이 바람직하다.

공감대 형성을 위한 방법 모색하기

그 어느 때보다도 많은 기업들이 주주행동주의자들과 함께 일할 방법을 찾고 있다. 위임장 대결은 비용과 시간이 많이 든다. 이러한 위험을 제거하기 위해 주주행동주의자와 합의점을 찾는 것이 합리적일 수 있다.

주주행동주의자와 합의에 도달하려면 회사가 특정 정보의 공개를 늘리거나 자본 배분을 변경하거나 심지어 이사회에 새로운 이사를 충원해야 할 수도 있다. 이러한 변화는 주주행동주의자가 요구하기 전에는 회사의 계획에 없었겠지만, 위임장 대결처럼 행동주의자에게 이사회의 통제권을 넘겨줄 수도 있는 훨씬 더 극단적인 상황을 감안한다면 합리적인 대응일 수 있다.

행동주의자들도 합의에 대한 동기를 갖는다. 전형적으로 투자대상기업이 위임장 권유 노력에 몇 배나 많은 비용을 쓰지만¹⁰, 행동주의자가 써야 하는 비용도 상당하기 때문이다. 선택권이 주어진다면, 대부분의 행동주의자들은 목표를 달성하기 위해 더 적은 시간과 돈을 쓰는 것을 선호할 것이다.

구속력이 없는 주주제안이라도 통과되면 당혹감을 유발할 수 있으며, 심지어 원치 않는 언론의 관심을 받기도 한다. 회사와 제안자 사이에 공존할 수 있는 중간 지점이 있다고 보는 것이 합리적일 수 있다.

결론적으로

기관투자자, 헤지펀드 등에 의한 주주행동주의가 건전한 속도로 지속되고 있는 가운데, 많은 전문가들이 주주행동주의 캠페인 수가 더욱 증가할 것으로 예상된다. 기업은 주주행동주의자의 이야기를 경청하고 대응할 준비를 하고 있어야 한다. 그리고 주주행동주의의 동향을 탐색하고 파악하는 것은 이사회의 중요한 역할이다.

¹⁰ 한국경제, '헤지펀드 공격받은 美엑슨모빌, 위임장 쟁탈전에 1 억달러 투입', 2021.5.16