



Deloitte Newsletter

딜로이트 글로벌 리포트

주방에까지 진입한 야만인들(Barbarians in the kitchen)

- 헤지펀드의 주주권 행사 대응을 위한 전략적 접근법(A strategic approach to battling activist shareholders (even in a downturn))

Introduction

헤지펀드의 주주권 운동은 어떻게 이뤄지는가? 파이어리츠 캐피탈(Pirate Capital)이 시총 5억 달러에 달하는 앤젤리카(Angelica Corp)에 행한 사례를 살펴보자. 2007년 9월 파이어리츠 캐피탈은 회사에 보내는 공개서한에서 시장 상승률에 훨씬 못 미치는 주가 실적을 비난하며, 원인이 경영진의 전략부재와 경영실패라고 주장하였다. 수개월 동안 공격에 시달린 회사는 결국 자사를 사모펀드에 매각하였다.

헤지펀드의 주주권 운동은 이제 시장에서 상당한 세력으로 성장하였다. 불만족한 투자자들은 이제는 단순히 주식을 매각하고 떠나지 않는다. 그들은 머물러서 변화를 요구하고, 심지어 이사회에 참가하기도 한다. 야만인들이 문 앞에 진을 치는데 그치지 않고 주방에까지 들어온 것이다. 이러한 위협에 대처하기 위해, 고위경영진은 무엇이 주주권 행사 운동을 부추기는 지를 이해하고 어떻게 이에 대응할 지를 파악할 필요가 있다.

금융위기 이후 주주권 운동의 현황

글로벌 금융위기로 헤지펀드들 또한 상당한 타격을 입었는데, 주주권 운동 펀드들도 마찬가지였다. 투자자들이 소규모 펀드에서 자금을 회수하여 보다 크고 안정적인 펀드에 투자함에 따라, 소수의 대형 펀드가 주주권 운동을 더욱 강화할 것으로 전망된다. 주주권 운동 펀드들은 타 헤지펀드와 다른 점이 있는데, 투자기간이 평균 2~3년 정도로 평균보다 길고, 레버리지 비율도 평균보다 낮아 시장 불황기에도 강제적인 투자지분 매각 필요성이 낮다. 그리고 재무상태가 양호하기 때문에 시장 불황으로 인해 가격이 떨어진 주식을 사들이는 데에 유리한 위치를 점할 수 있다.

이러한 헤지펀드들이 기업 거버넌스의 문제나 최고경영진의 높은 급여와 같은 이슈로 주목 받는 기업들을 목표로 하고 있고, 실적 개선을 추구하는 기존 헤지펀드들이 새로운 대안을 찾으면서 주주권 행사를 시도할 가능성이 있다.

표 1. 헤지펀드 주주권 행사의 단계

단계	단계별 특징
관찰	주주권 행사의 목표가 되는 기업들은 몇 가지 전형적인 특성을 가짐. 지지부진한 주가, 탄탄한 현금흐름, 낮은 주가장부가치 비율 등. 주주권 운동가/헤지펀드가 투자를 고려하기 시작
지분축적	헤지 펀드들이 목표 기업의 주식을 사들이기 시작(총괄적으로 10-15% 또는 그 이상을 매집, 그러나 단일 펀드가 5% 이상을 보유하진 않음)
행동개시	한 명 이상의 주주가 주식대량보유공시를 하고 목표 기업에 가져오고자 하는 변화에 대해 보도자료를 배포. 추가적인 신고와 보도자료 배포가 이어질 수 있음. 여기에는 변화의 강제를 위해 행동을 취하겠다는 위협도 포함
행동확대	헤지펀드들이 경영진의 행동을 강제하기 위한 단계적 절차를 실행. 경영진과 운동가들이 타협점을 도출하기 위해 협상을 시작할 수 있음
동거	헤지펀드들이 목표 기업 이사회에서 1명 이상의 이사 자리를 확보(보통 협상을 통해)하고 기업을 내부에서 압박하기 시작
종결	헤지펀드들이 목표의 일부 또는 전부를 달성하거나 혹은 철수

주주권 운동가들에 대해 알아야 할 10 가지 사항

1. 주주권 운동은 지분 이상의 힘을 가진다

주주권 운동 헤지펀드는 크게 주목 받는다. 뉴욕 타임스 같은 유명한 증권기업 뿐만 아니라 야후, 모토롤라 등과 같은 대자본 기업들도 목표로 한다. 그 결과 헤지펀드는 대단한 규모와 영향력을 지니고 있다는 이미지를 만들어 낸다. 일반적인 헤지펀드는 자신의 활동을 드러내지 않지만, 주주권 운동 헤지펀드는 주의 깊게 조율된 언론 홍보를 통해 자신들의 활동을 널리 알리는데, 이것이 가치 창출을 위한 그들의 핵심 전략의 일부이다.

2. 주주권 운동가는 건실한 기업을 좋아한다

비록 일반적으로 목표 기업들의 주가가 낮은 경우가 많지만, 헤지펀드들은 심각한 경영상의 문제를 가지고 있는 기업들에게는 매력을 느끼지 않는다. 동종 기업 대비 주가는 낮지만, 근본적인 운영은 건실한 기업이 목표인 경우가 많다.

3. 주주권 운동의 핵심은 압박이다

주주권 운동은 일반적으로 경영진과 이사회에 대한 압박의 수위를 단계별 행동을 통해 점차 높여간다. 일부 운동가는 전문가이며 목표에 대한 분석과 토의를 통해 계산된 접근법을 이용한다. 다른 이들은 보다 공개적으로 적대적인 태도를 취하고 휘발성 높은 공개 성명을 발표하는 방식을 사용한다.

4. 주주권 운동의 전술은 점점 더 정교해 지고 있다

최근 주주권 운동의 전술은 더욱 정교해 지고 있다. 예를 들어 무리하게 이사진의 전원 교체를 요구하지 않고, 단지 몇 석만을 요구하여 그 자리를 매우 명망 높은 산업 전문가로 채운다. 일부는 기업의 경영진과 독립적으로 특정 경영 목표를 달성하기 위해 자체적으로 로펌, 투자은행, 경영 컨설턴트를 고용하기도 한다. 운동가들은 SNS 를 통해 의사소통을 하고 단체행동을 조직화하기도 한다.

5. 주주권 운동은 통제권을 원하지 않는다

헤지펀드건 아니건 간에, 주주권 운동가들은 일반적으로 목표 기업을 완전히 통제할 수 있는 지분을 원하지 않는다. 그들은 단순히 소수의 지분을 활용하여 자신들이 믿기에 주가의 개선이나 다른 목표를 달성하는데 도움이 되는 방향으로 기업의 의사결정에 영향을 미치길 원한다. 그래서 언론 홍보와 기업에 영향을 어느 정도 미칠 수 있는 5~10% 정도의 지분만을 매집하여 활동한다.

6. 주주권 운동가들은 집단으로 공격한다

주주권 운동 헤지펀드는 집단으로 활동한다. 예를 들어, Brink's 의 경우 세 헤지펀드가 기업의 주택 경비 사업부의 분사를 공동으로 요구 했었다. 이 때, 헤지펀드들이 명확하게 조직화된 행동을 꼭 취할 필요는 없다. 공개적인 신호를 보내는 것이 목적인 주주권 운동의 대중적 속성을 고려하면 말이다.

7. 일단 운동가들이 '활동'하기 시작하면 확률이 기업에게 불리하게 돌아간다

운동가들이 주식대량보유공시를 하고 경영진에 영향을 미칠 의도를 공표하면, 대결의 장이 펼쳐지고 운동가들의 평판이 주목을 받게 된다 - 헤지펀드의 경우엔 더욱 그러하다. 이 시점에서는, 헤지펀드는 기업의 양보를 이끌어 내지 않고는 물러서지 않으려 한다. 이런 헤지펀드는 소수의 목표 기업에 투자가 집중되어 있어, 개별 목표 기업을 분석하는데 상당한 자원을 투입한다. 그 결과 목표 기업에 대한 압력은 강도가 높고 장기간 지속될 수 있다.

한 분석에 따르면, 헤지펀드가 일단 활동을 개시하면 목표를 완전히 또는 부분적으로 달성한 경우가 2/3 에 달했다고 한다.

8. 많은 운동가들이 기업전략의 변화를 요구한다

주주권 운동 헤지펀드들이 기업을 공격하는 목적은 매우 다양하다. 주주가치의 증대, 기업의 강제 매각, 배당 요구, 자본 구조의 변경, 거버넌스의 개선 등등. 약 2/3 정도의 경우에서, 운동가들은 사업부의 분사, 새로운 성장 계획, 비용절감 등 목표기업의 전략 변경을 요구했었다. 그리고 과거 사례 중 20% 정도는, 목표 기업의 매각의 시작 혹은 중지를 추구하였다. 불황기에는 신용 축소와 자본시장의 불황으로 인해 운동가들의 많은 전략이 제한될 수 있는데, 여기에는 목표 기업의 매각 또는 사업부 분사 등이 포함된다.

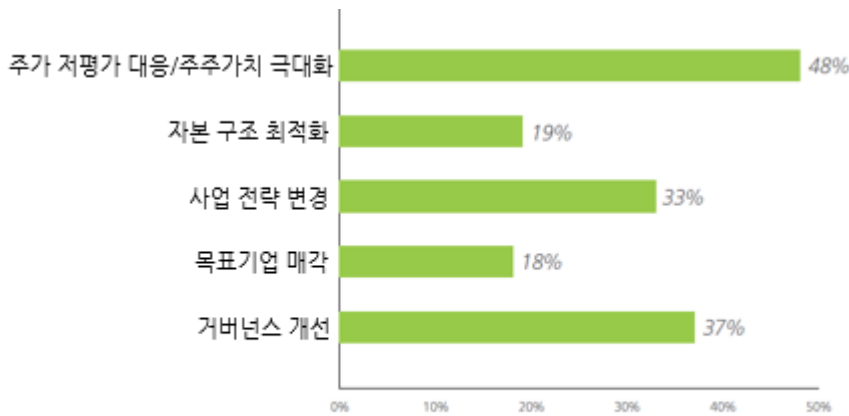
9. 주주권 운동가들은 합리적인 보유기간을 가지고 있다

헤지펀드는 주식을 극단적으로 짧게 보유하고 주가의 급격한 변동에서 이익을 취하는 것으로 유명하다. 그러나 주주권 운동 헤지펀드의 경우, 보유기간이 장기이다. 평균 거의 2 년에 달하는데 그 중 '활성화' 기간이 약 1 년 정도 이다. 운동가들은 연속된 사건의 진행을 통해 주가 상승을 이루는 것을 목표로 하는 경우가 많다.

10. 주주권 운동가들이 가치를 창출할 수도 있지만, 상당한 혼란을 야기하지 않는 경우는 드물다

주주권 운동 헤지펀드가 주주가치를 증가시켰는지 여부는 엇갈린 결과를 보이고 있다. 하지만 분명한 점은 주주가치가 창출된다 하더라도, 그 과정이 매우 혼란스럽다는 점이다. 주주권 운동은 목표 기업 경영진과 이사회에 많은 시간을 소모한다. 또한 법률, 금융기관, 언론관련 비용 지출 또한 상당히 크다. 운동가들의 공개적인 경영진에 대한 공격은 주주 신뢰의 손상을 가져올 수 있다. 모든 헤지펀드가 공격적인 것은 아니지만, 이사회에 역할, 초점, 협력관계의 파괴는 헤지펀드의 목표 달성에 효과적인 방법이다.

그림 1. 2001-2006 년 주주권 운동가들의 공표된 목표 요약



Source: Alon Brav, et al. *The Long-term effects of Hedge Fund Activism*. Columbia University. April 1 2015

기업은 무엇을 할 수 있는가?

A. 선제 대응하라

고위 경영진과 이사진은 주주권 운동가들의 목표가 되는 것을 피하기 위해 몇 가지 행동을 취해야 한다.

성장을 위한 계획을 마련하라

시장에 성장에 대한 분명하고 매력적인 계획을 제시하고 있는지 확인하라. 건실하고 꾸준한 실적을 거두는 것만으론 충분하지 않을 수 있다. 기업의 다음 행보가 시장에 분명히 전달되지 않으면, 심지어 큰 사업부 매각이나 조직 재정비로도 기업에 충분한 여유 시간을 제공하지 못할 수 있다. Brink's의 사례를 보면, 2005년 매우 성공적인 사업부 분사에도 불구하고 곧바로 운동가들의 압력에 처했다. 시장은 기업의 앞으로 3~5년에 대한 성장 기대에 주로 근거해 기업의 가치를 평가한다. 기업이 미래 성장에 대한 강한 메시지를 만들지 못하거나 시장에 제대로 전달하지 못하면, 주가는 하락하고 헤지펀드가 허점을 파고들 빌미를 제공할 수 있다.

운동가들처럼 생각하라

기업의 약점을 이해하기 위해, 기업을 시장이 어떻게 보고 있는지에 대한 객관적인 관점을 가질 필요가 있다. 주가와 투자자들의 변동을 지속적으로 관찰하고, 애널리스트들과 정기적인 접촉을 가지고, 시장의 이슈가 무엇인지 그들에게 질문하라. 또한, 주주권 운동가들처럼 생각할 필요가 있다. 회사가 그들의 전형적인 공격 대상이 가지는 특성을 가지고 있는지 평가해 보라. Brav 보고서는 헤지펀드의 목표가 되는 기업들이 다음과 같은 특성을 가지는 경향이 있다고 알려주고 있다.

공격 목표가 가지는 특성 보유 여부 체크리스트

- ✓ 중소규모 (운동가들이 한정된 투자만으로 의미 있는 지분을 축적할 수 있을 정도로 규모가 작음)
- ✓ 높은 영업 현금 흐름과 ROA
- ✓ 낮은 수준의 R&D를 가진 단순한 비즈니스 모델 (예. 사업을 이해하고 조정하기 쉽고, 그 결과가 주가에 빠르게 반영됨)
- ✓ 사업부가 고도로 다각화됨 (예. 투자의 초점이 부족함을 드러냄)
- ✓ 낮은 주가순자산비율(PBR) (예. 주가 수준은 적당한 수준이지만 상당한 수준의 유형자산을 보유하고 있음)
- ✓ 낮은 배당수준과 자사주 매입 (예. 주주에 대한 현금 제공을 꺼리는 경향)
- ✓ 기업 인수에 대한 방어 전력이 빈번하고 경영진 임금 수준이 높음 (예. 기업 거버넌스 구조가 최적화 되지 않음)
- ✓ 기관의 지분율이 높고 애널리스트들의 주목도가 높음 (예. 유동성이 높아 빠른 진입과 퇴장이 가능하고, 보다 언론의 주목을 받을 수 있음)

B. 싸움에 대비하라

헤지펀드들이 기업의 주식을 매집하는 것처럼 보인다면, 대비 태세를 강화하라

운동가들에 대해 알아

기업에 대한 헤지펀드의 지분율이 비정상적으로 증가한 것을 알아차렸다면, 분명히 수행해야 할 일이 있다. 우선 헤지펀드의 규모와 과거 활동을 확인해 확실한 위협인지를 판단해야 한다.

헤지펀드의 과거 목표기업과의 의사소통 내용을 검토하여 그들의 공격성 수준을 파악하라. 하지만, 운동가들의 진정한 수법을 이해하길 원한다면 이러한 표준적인 절차 이상을 수행해야 한다. 펀드 매니저들의 배경, 네트워크, 관심사를 탐색해야 그들을 개인적으로 움직이는 동기가 무엇인지를 알 수 있다. 펀드의 구조, 인력, 재정 상황을 검토하여 가능성 있는 공격의 강도와 지속성을 평가하라. 예를 들어, 펀드의 투자 현황이 수익을 거두고 있는가? (예. 당신의 기업이 가져다 줄 수 있는 '유동성' 사건을 그들이 얼마나 간절히 바랄 것인가?) 소수의 기업에 집중할 수 있는 충분한 인력을 갖추고 있는가? 아니면 많은 목표 기업에 분산되어 있는가? 그들의 포트폴리오에서 당신의 기업이 차지하는 비중은 얼마나 되는가? (예. 당신의 기업이 주된 목표인가 아니면 부차적인 목표에 불과한가?)

기업 이사회 의 역학관계를 평가하라

CEO와 이사회 의장은 이사회 의 '전투준비' 수준을 객관적으로 평가해야 한다. 많은 이사회가 협력적인 상황을 다루는 데만 익숙하기 때문에, 적대적인 운동가의 파괴적인 전술에 준비되어 있지 않다. 나약한 이사회는 지속적이고 목청 큰 주주권 운동 앞에 와해될 수 있다. 그리고 소송에 직면할 지 모른다는 두려움에서 뿐만 아니라 불쾌하고 긴장 가득한 이사회 분위기를 피하기 위해 운동가 진영의 편을 들 수도 있다.

단계적 방어절차를 조심하라

목표 기업은 과거 몇 가지 방어전술을 헤지펀드의 공격 전후에 사용하였다. 이들 전술에는 이사회 시차 임기제, 주주제안권에 대한 제한 등이 포함된다. 하지만 이들 방법은 실제 제약을 가지고 있기 때문에 사용에 주의해야 한다. 이러한 방어 전술은 거버넌스 감시자와 독립적인 의결권 대리 기업들의 주목을 끌고, 부정적인 언론 보도와 주가 하락을 가져올 수 있다. 보다 중요한 점은, 이런 방어 전술은 헤지펀드들을 단지 지연시킬 수만 있다는 점이다. 대중의 압력은 운동가들의 핵심 무기이고 잘 실행된 부정적인 언론 캠페인을 견딜 수 있는 방어 절차는 거의 존재하지 않는다. 딜로이트의 경험에서 볼 때 가장 효과적인 대응방안은 주주가치 창출을 위한 더 나은 계획을 제시하는 것이다.

주주권 운동가들은 누구인가?

주주권 운동가는 몇 가지 전술, 특히 언론 캠페인을 사용해 목표 기업이 특정한 사업상 의사결정을 내리도록 압력을 가하는 소수지분을 가진 투자자이다. 그들의 동기는 매우 다양한데, 사회적 이상의 추진부터 기업 거버넌스의 개선, 단순한 (대부분의 경우) 투자 수익의 추구까지 차이가 크다. 일부 운동가들은 기업에 강한 애착을 가진 창업자 가족 또는 전직 경영자들이다. 일부는 분명하게 정의된 사회적 강령을 가진 재단 또는 펀드이다. (예. 록펠러 파운데이션) 심지어 연금 기금, 뮤추얼 펀드, 노동조합과 같은 기관투자자들도 주주권 운동가 역할을 하기도 한다. 하지만, 헤지펀드들이 가장 눈에 띄고 파괴적인 주주권 운동을 수행하고 있다. 본고는 주주권 운동을 전반적으로 다루고 있지만, 본고에서 제시된 대부분의 사례는 주로 헤지펀드들의 활동과 연관되어 있다.

C. 교류하고 반응하라

일단 투자자들이 작전을 개시하면, 기업은 커뮤니케이션 창구를 활짝 열고 운동가들을 평가할 필요가 있다.

조기에 교류하라

헤지펀드와 토의할 의사가 있음을 밝혀라. 그들이 합리적인 아이디어를 가지고 있는 경우도 꽤 있기 때문에 경청할 가치가 있다. 그리고 교류를 지속하라. 친구를 가까이하고 적은 더욱 가까이해야 한다는 격언은 여기도 적용된다.

독립적으로 평가하는 팀을 구 선정하라

이사회가 운동가들의 주장과 요구에 대한 여과되지 않은 정보를 받아보고 받아봤음이 대외에 공표되어야 한다. 일부 변호사는 목표가 된 기업들이 운동가들과 직접적으로 협상하고 대응 전략을 마련하는 독립적인 위원회를 구성할 것을 권고하고 있다.

이사회 전략을 개발하라

만일 운동가들이 이사회를 요구한다면, 핵심 질문은 기업이 “새로운 이사를 원하는가 아닌가?”가 될 것이다. 요구를 평가할 때 운동가들의 힘, 이사회에 응집력, 현재 경영진에 대한 주주들의 신뢰도, 제안된 이사진 후보의 자질과 기질, 그리고 운동가 진영의 재정상황을 고려해야 한다. 헤지펀드의 재정상황이 좋지 않을수록 기업 매각이나 사업부 분사와 같은 단기적 ‘유동성 이벤트’를 일으키려 할 것이다. 오히려 이사회에 운동가들을 참여시켜 장기적인 주주권리 보호 의무를 다하게 함으로써 이러한 상황을 방지할 수도 있다.

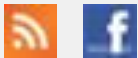
기업 가치와 이에 대한 동인을 평가하라: 운동가들이 변화 요구의 핵심 근거가 저평가된 기업 주가인 경우가 많다. 기업은 효과적인 대응을 위해 정말로 기업이 저평가되었는지를 확인할 수 있는 정보를 확보해야 한다. 그리고 저평가가 사실이라면, 어느 정도 저평가 되었는지 그러한 가격 차이의 요인이 무엇인지 파악해야 한다. 이런 정보가 있어야 경영진이 운동가들의 주장의 타당성을 평가하고 더 나은 제안을 제시할 수 있다.

기업의 전략적 옵션을 개발하고 평가하라: 기업은 운동가들의 주장에 대응하기 위해 잘 정의되고 양적으로 평가된 기업전략을 개발해야 한다. 전략적 옵션에는 유기적 성장 방안(예. 핵심 사업의 성장 가속, 새로운 성장 플랫폼의 개발 등), 재무적 옵션 (예. 주요 인수합병, 회사 매각, 분사 등)을 결합한 몇 가지 통합 전략이 포함돼야만 한다. 또한 운동가들의 권고사항도 옵션으로 포함해야 한다.

모든 옵션은 주가에 미치는 영향과 리스크 관점에서 객관적으로 표현되어야 한다. 이를 통해 이사회가 옵션들을 평가하고 가장 매력적인 방안을 선택할 수 있을 것이다. 이러한 접근법을 통해 이사회가 운동가들의 요구의 수용 또는 거부를 정당화 할 수 있다.

본고의 권고사항을 따르는 것이 운동가들과의 대결에서 승리를 보장해 주진 않는다. 때때론 운동가들의 주장이 맞을 수도 있고, 기업의 노력이 그들 주장의 일부 또는 전부를 입증해 줄 수도 있다. 하지만 본고의 권고사항은 기업이 공격 대상이 될 확률을 줄이고, 적절히 대응하는데 도움을 줄 수 있다. 기업이 잘 준비하고 대응한다면 야만인들을 부엌에서 몰아내 문 밖으로 내쫓을 수 있을 것이다.

[Deloitte Korea](#) | [RSS](#)



[Deloitte Anjin LLC & Deloitte Consulting](#)

서울특별시 영등포구 국제금융로 10
서울국제금융센터 One IFC 빌딩 9층
150-945

딜로이트 투쉬 토마츠와 그 회사들의 네트워크는 법적으로 독립된 조직입니다. 딜로이트 투쉬 토마츠와 각 회원사의 법적인 구조에 관한 보다 자세한 설명을 원하시면 www.deloitte.com/kr/about 를 방문하여 주시기 바랍니다.

© 2015. For information, contact Deloitte Anjin LLC & Deloitte Consulting