

최근 주주행동주의 동향 및 시사점

한국ESG연구소 거버넌스본부

Contents

목차

I.	주주행동주의 개요	03
II.	주주행동주의 동향	06
III.	주주행동주의 사례	09
IV.	주주행동주의 영향 및 시사점	14

I. 주주행동주의 개요

광의의 행동주의 투자¹⁾

주체	(소수)주주, 기관투자자(연기금, 보험회사, 뮤추얼/패시브/액티브펀드 및 ETF를 운용하는 회사 등), 헤지펀드, 사모펀드 등
목적	지배구조 개선, 기업가치 제고, 수익률 제고, 비재무요소(ESG) 개선 등
방식 ²⁾	의결권 행사, 주주서한 발송, 경영진 면담, 주주제안, 소송, 반대 투표 캠페인, 위임장 경쟁, 경영간섭, 공동경영, 공동투자, 적대적 M&A, 밸리데이션 자본 ³⁾ 등

협의의 행동주의 투자

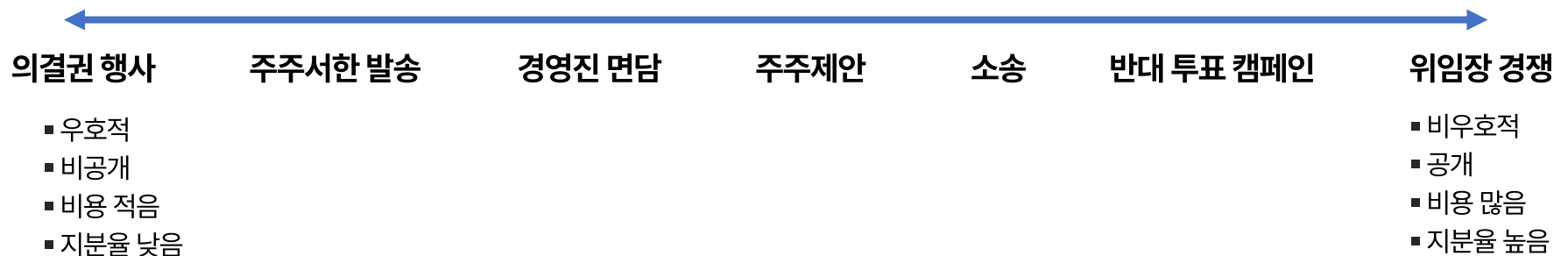
주체	펀드의 성과를 창출하기 위해 적극적인 주주행동을 주요 전략으로 하는 투자자
목적	펀드의 수익률 제고
방식	주주제안, 소송, 반대 투표 캠페인, 위임장 경쟁

1) 향후 헤지펀드 행동주의와 기관투자자 engagement 간의 경계가 점차 모호해질 가능성이 제기됨.(Hamadi & Hannes, The Future of Shareholder Activism, Boston University Law Review, Vol.99, at.972)

2) 방식: 우호정도(friendliness), 공개 여부, 집행 비용, 보유 지분율 등에 따라 상이(아래 그림 참고)

3) 밸리데이션 자본: 행동주의 펀드가 현 경영진과 우호적인 관계를 유지하면서 외부의 다른 행동주의를 저지하는 현상

<광의의 행동주의 투자 스펙트럼>



■ 국내 주주행동주의 투자자 유형별 등장 배경

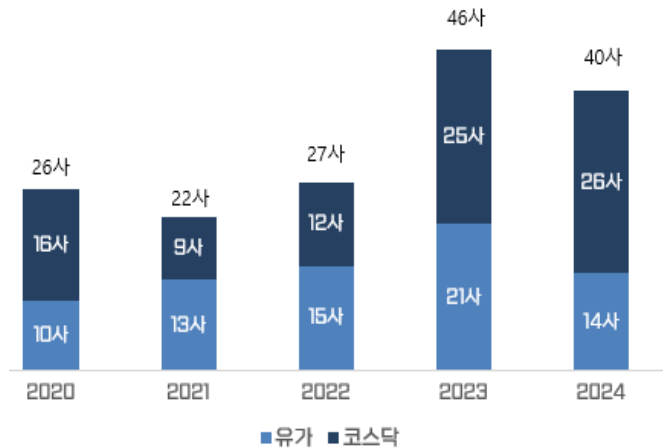


II. 주주행동주의 동향

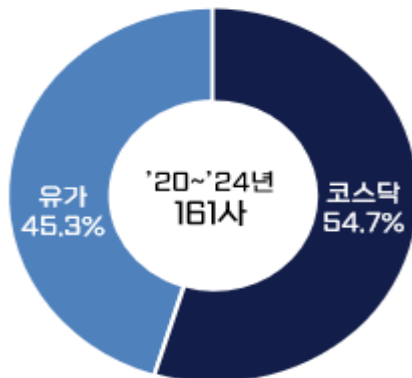
주주행동주의에 대한 관심 증대에 따라 국내외 주주행동주의 캠페인 활동 활발히 진행 중

최근 국내 행동주의 투자 동향(주주제안)

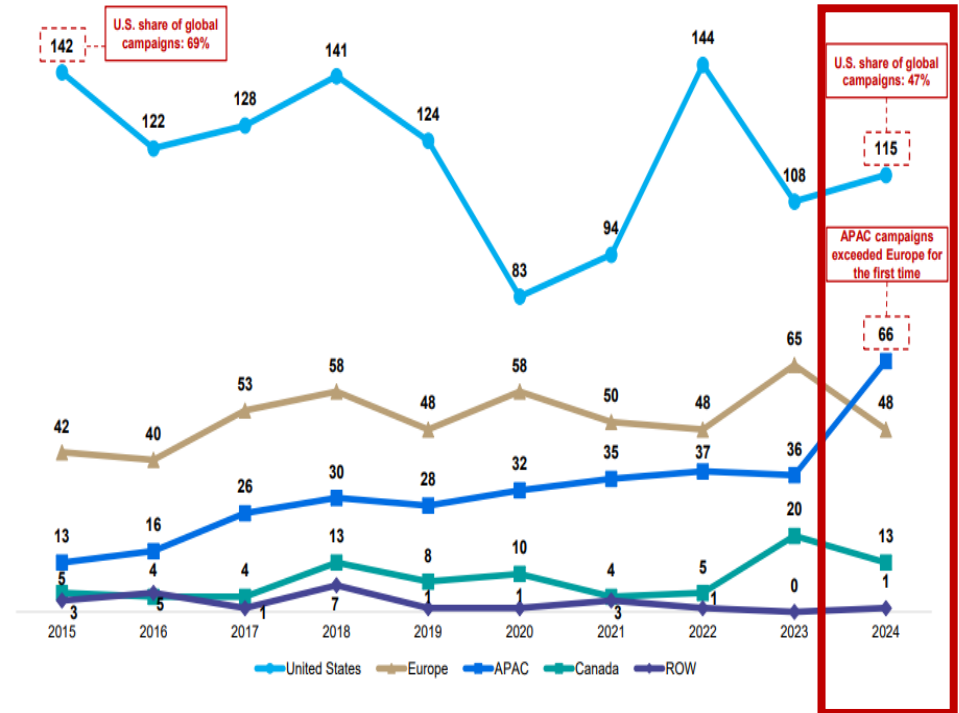
■ 주주제안 대상기업 수



■ 주주제안 대상기업 시장별 비중



최근 글로벌 행동주의 투자 동향(권역별 캠페인수)



자료: Barclays "2024 Review of Shareholder Activism"

블룸버그 행동주의 스크리닝 모델

카테고리	조건
Governance	차등의결권 없음
	높은 경영진 보수
	짧은 CEO 근속 연수
Operations	낮은 최근 12개월 EBITDA 마진 또는 영업이익 마진
	낮은 자산회전율(sales-to-assets) (최근 회계연도)
Ownership	높은 기관투자자 지분율
	높은 최근 30일 거래량의 상장주식 수 대비 비중
	유통주식비율(float) 70% 이상
Returns	낮은 5년 주가수익률
	낮은 3년 주가수익률
	낮은 2년 주가수익률
	낮은 1년 주가수익률
	낮은 6개월 주가수익률
Valuation	낮은 P/B
	낮은 최근 12개월 기업가치/매출
	낮은 선행 기업가치/EBITDA
	낮은 선행 주가수익비율

국내 행동주의 투자 대상 분석

- **상장기업 평균보다 낮은 PBR 및 최대주주 지분율**
 - PBR이 1 미만이거나 시장 평균보다 하회하는 기업이 대상
 - 최대주주의 지배력이 약해 주주제안 가결 가능성이 높은 기업 대상
- **높은 자기주식 및 현금 보유비중**
 - 자기주식 비중이 높은 기업에 소각 요구
 - 자금이 풍부하여 현금배당을 실시할 여력이 높은 기업에 배당 요구
- **평균 수준의 ROE**
 - ROE가 낮은 기업이 특별히 주주제안의 대상이 되지 않음
 - 저평가로 주가 상승 가능성이 높은 기업이 행동주의 대상이 됨

III. 주주행동주의 사례

기업가치 제고를 위한 주주환원 확대, 주주 중심의 경영 유도 등

△△자산운용- A사

행동주의 투자자의 주주제안은 부결되었으나,
자발적인 주주환원 확대 유도

■ 현황

글로벌 경기침체, 석유화학 산업의 경쟁 심화 등으로
주가 하락 지속

■ 내용

△△자산운용, '24년 정기주총에서 A사 자기주식 전량(520만주)
소각 주주제안

※자기주식 과다 보유 시 향후 매각에 따른 주식 가치 희석 또는 경영권 분쟁
발생 시 상호주를 통한 경영권 방어 목적으로 활용될 우려

■ 결과

주주제안은 부결되었으나, A사는 3년 내 자기주식의 50%를
소각하기로 발표

◇◇자산운용- B사

경영권 방어 목적의 자기주식 활용 견제를 위한
주주제안 수용

■ 현황

B사의 최대주주가 C사로 변경됨에 따라
상호주 보유 논란 제기

■ 내용

◇◇자산운용, '23년 정기주총에서 자기주식을 통한 상호주
취득 시 주주총회 결의에 의하도록 정관 변경 요구

※'22년 9월 B사는 C사, D사 등과 자기주식 교환

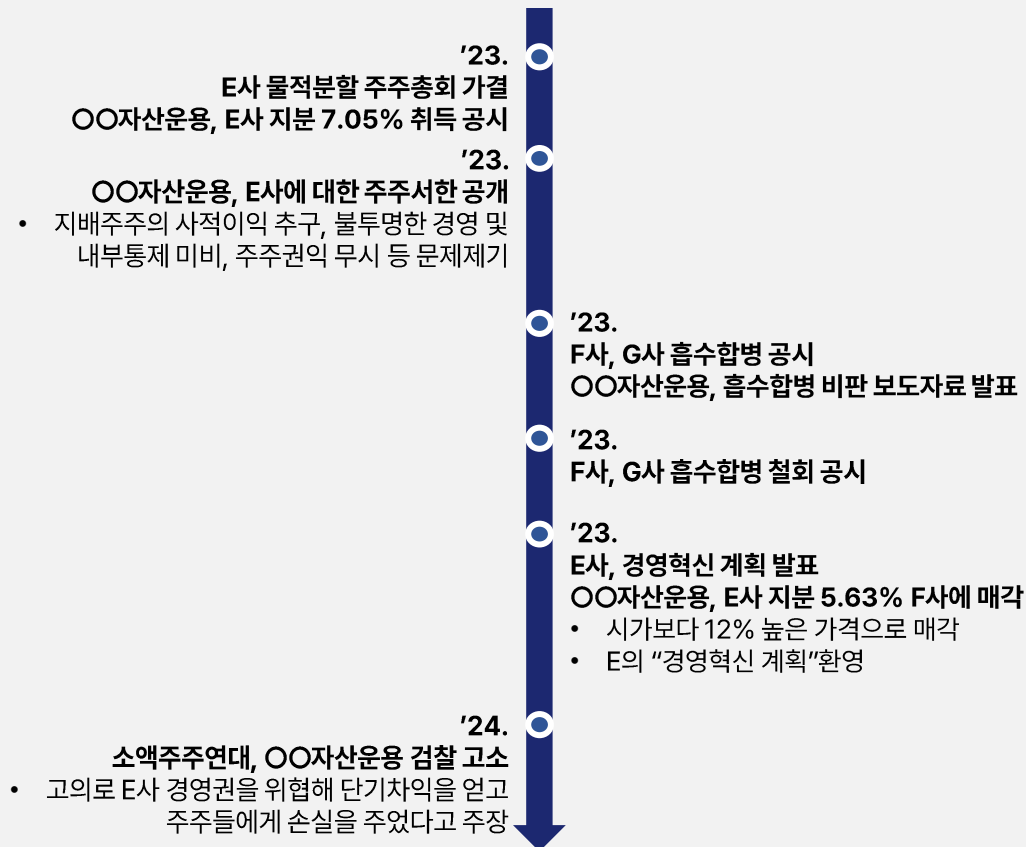
■ 결과

B사는 주주제안을 수용하여 이사회 안건으로 상정하였고,
주주총회에서 가결됨

행동주의 투자자의 과도한 단기 수익 추구로 소액주주 피해 우려

■ OO자산운용-E사

주요 타임라인

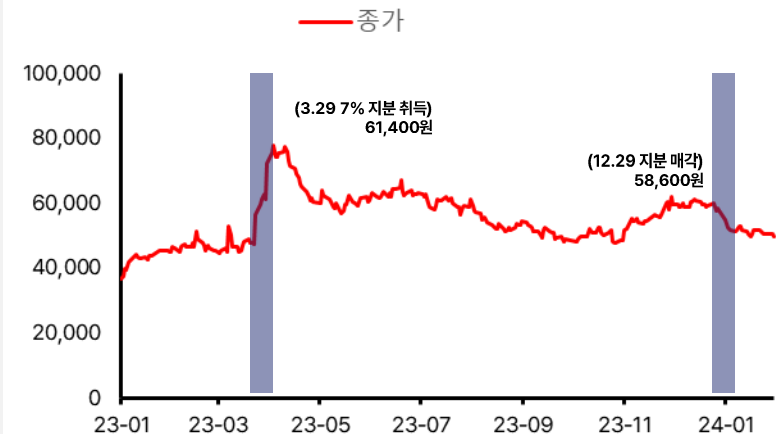


기업의 대응 및 결과

합병 철회 및 경영혁신 계획 발표는 긍정적

- 대표이사-이사회 의장 분리
- 내부거래위원회, 보상위원회 설치
- 감사 기능 강화
- 주주친화정책 강화

행동주의 투자자의 단기 차익 실현으로 소액주주 피해 우려



※ 12. 29. 당시 시가보다 12.6% 높은 66,000원에 블록딜 매각

모바일시장 진출 요구 수용으로 기업가치 제고

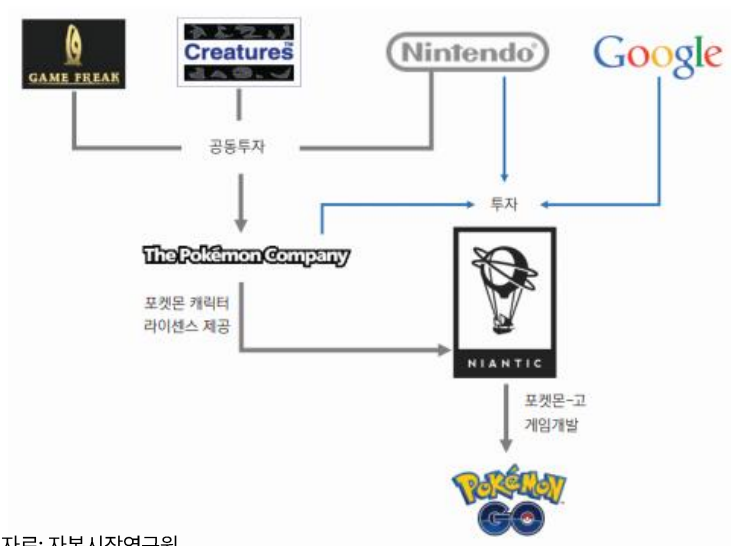
■ 캠페인 지적사항

- 가정용 게임기기 시장의 경쟁 포화와 신사업 미진출로 인한 부진으로 '12~'14년 연속 적자 기록
- 전세계 스마트폰 사용자는 15억 명에 달하며, 매년 가파른 성장세를 보이는 것을 감안하면 약 30억 명이 잠재 고객이 될 수 있음
- 기존 주력 시장 대비 높은 모바일 게임 시장의 성장성, 모바일 시장 진출 시 주가 상승 가능성 강조

■ 요구사항

- 3차례 공개서한을 발송하며 닌텐도의 모바일 게임 출시 촉구

■ 모바일게임(포켓몬-고) 출시



자료: 자본시장연구원

■ 포켓몬-고 출시 전후 주가 변동



※ 2016. 1. ~ 2016. 12. 주가 추이
자료: Yahoo Finance

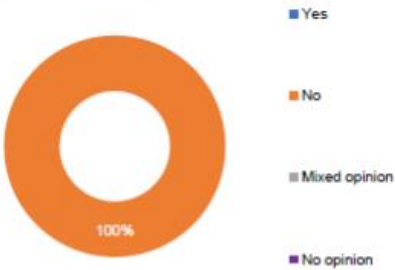
주주 및 시장참여자 설문조사를 활용해 기업의 가치 제고 및 자본 배분 정책에 영향

주주 설문조사 배경

- 3D인베스트먼트(15.97% 보유), 삿포로홀딩스에 부동산 지주회사의 비과세 분사 및 부동산 자산 매각 요구
- 3D인베스트먼트, 독립적인 리서치 회사를 통해 73개 기관투자자와 7명의 셀사이드 애널리스트 대상 설문조사 실시

3D인베스트먼트 주주 설문조사 결과

Do you think that Sapporo's corporate value is being managed in such a way that it is maximized?



Source: Global Leading Shareholder Data Provider

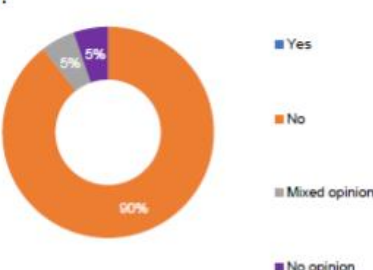
Do you think that Sapporo's corporate value is being managed in such a way that it is maximized?

	Yes	No	Mixed opinion	No opinion
Buy side	0%	100%	0%	0%
Domestic	0%	100%	0%	0%
Foreign	0%	100%	0%	0%
Sell side	0%	100%	0%	0%
Overall	0%	100%	0%	0%

Source: Global Leading Shareholder Data Provider

자료: 3D인베스트먼트, 한국ESG연구소 정리

Do you think that management is executing in a way that maximizes the value of the alcoholic beverage brand?



Source: Global Leading Shareholder Data Provider

Do you think that management is executing in a way that maximizes the value of the alcoholic beverage brand?

	Yes	No	Mixed opinion	No opinion
Buy side	0%	87%	7%	7%
Domestic	0%	75%	13%	13%
Foreign	0%	100%	0%	0%
Sell side	0%	100%	0%	0%
Overall	0%	90%	5%	5%

Source: Global Leading Shareholder Data Provider

삿포로홀딩스 대응 및 추가 주주활동

삿포로홀딩스 대응

부동산 활용 방안 검토

ROE 개선 계획 발표

- 부동산 매각차익으로 맥주사업 M&A 등을 통한 성장 계획 발표

3D인베스트먼트 추가 제안

부동산 지분 평가액 재조정 요구

- 부동산 지분 평가액이 65% 높게 책정되어 재조정 시 시장 가치가 64% 상승할 것이라고 주장

부동산 매각을 통한 자본수익률 개선 요구

- ROE(5%)가 MSCI Japan(9% 이상) 및 MSCI USA(18%)보다 저조

IV. 주주행동주의 영향 및 시사점

행동주의 투자 긍정적 측면

- **주주환원 확대**
 - 자기주식 소각, 주주환원정책 개선을 요구함에 따라 배당성향 증가 등 주주환원 확대 유도
- **주주 중심 경영 유도**
 - 효율적인 자본 배분 정책 수립과 투명한 의사결정을 촉진하여 주주 중심 경영 유도
- **기업가치 제고 및 수익률 상승**
 - 2000년대 이후 해외 주주행동주의 투자가 기업가치를 유의적으로 증가
 - 주주제안보다는 비공식적인 방법이 효과적이며, 보유지분율이 높고 주주참여 정도가 강할수록 기업가치 상승 가능성 증가
- **기업과 주주에게 긍정적 편익 제공**
 - 기업은 행동주의에 대응하기 위해 사전에 지배구조를 개선 및 점검, 보완
 - 행동주의로 인한 수익률 상승이 모든 주주에게 귀속

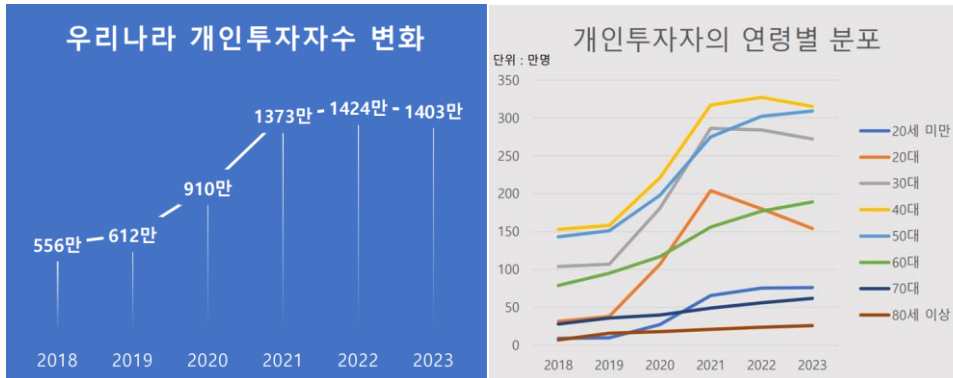


행동주의 투자 부정적 측면

- **단기실적주의 우려**
 - 경영진이 압력을 느끼게 되는 경우 장기적인 이익보다는 단기 실적 향상에 치중
 - 행동주의 투자자가 단기 시세차익과 배당에 관심을 가지게 될 경우 장기적인 경영성과를 간과하고 경영 간섭으로 변질될 가능성
- **경영권 방어 비용 증가**
 - 주주행동주의로부터 경영권을 방어하기 위한 포이즌 필, 황금낙하산 등 불필요한 비용 증가
- **이사회 중심 경영에 대한 위협**
 - 이사회 중심모델은 회사가 이사회 중심 경영을 통해 다양한 주주들의 이해관계를 조정할 수 있다고 가정
- **다양한 주주의 이해관계 상충**
 - 주주의 유형이 다양하며 모든 주주의 의견과 선호가 모두 일치하지 않을 수 있으므로 일부 주주행동주의가 다양한 주주의 이해관계에 상충될 가능성 존재

개인투자자 수의 증가와 함께 플랫폼을 활용한 주주행동주의 용이성이 크게 증가, 일본의 경우 주주행동주의가 정부 정책과 함께 증시 상승에 기여

우리나라 개인투자자 수 변화 및 주주 인증 기반 플랫폼



자료: 한국예탁결제원



자료: 각 사 홈페이지



일본 주주행동주의 관련 정부 정책 및 시사점

- '14년 아베노믹스의 일환으로 기업 거버넌스 개혁 추진
 - 스튜어드십 코드, 기업거버넌스 코드 도입
- 정부의 지지로 과거 공격적인 활동에서 벗어나 기업가치 개선을 목표로 하는 주주행동주의 진행
 - 밸류업 프로그램 참여 요구, 기업 정책 자문
 - 저PBR 기업에 대해 배당 확대 및 자기주식 매입 및 소각 주주제안
 - 기업의 본질적인 가치 제고를 목적으로 하는 다양한 펀드 상품 출시
- 주주행동주의가 밸류업 프로그램과 함께 전반적인 증시 상승 기여
 - 정부 정책의 변화와 함께 긍정적인 방향으로 발전

행동주의 투자 전략

- **경영개선 목적의 캠페인과 기업의 수용 의지 간 조화**
 - 행동주의 캠페인이 성공하기 위해서는 행동주의 투자자의 일방적 승리가 아닌 기업과의 상호 협력이 필수
- **합리적인 주주행동주의 방향 유도**
 - 지나친 경영관여, 단기 수익추구 활동 시 장기적으로 기업과 주주 모두에게 손해
 - 다수 주주의 지지를 얻지 못해 캠페인 실패 가능성 높음
- **행동주의의 기업의 ESG 및 윤리 경영 실현 유도**
 - 미국 사례와 같이 ESG 리스크가 높은 기업을 대상으로 ESG 경영 개선을 촉구하는 방향으로 발전 필요

상장기업 대응

- **투자자 유형 및 성격 파악**
 - 가치투자형, 선관주의형, 책임투자형 투자자의 요구사항은 기업가치 제고에 도움이 되는 경우가 많으므로 긍정적 검토 필요
 - 수용할 수 있는 제안은 수용하되, 수용할 수 없는 제안에는 대응 전략 마련
- **전략적 IR 활동 강화**
 - 기관투자자의 요구에 신속하고 적극적으로 대응해 우호적인 관계를 형성하고 유지
 - CEO나 CFO가 IR활동에 참여해 제공하는 정보의 신뢰성 제고
 - IR조직의 역할 강화: IR부서의 일원화를 통해 통일성 있고 효율적인 IR활동 전개
 - IRO(Investor Relations Officer)의 역할 강조: 양방향 의사소통자로서 회사의 비전과 목표, 캠페인에 대한 시장의 의견을 회사에 전달
- **선제적 대응 강화**
 - 적극적인 주주환원 및 지배구조 개선 노력 필요
 - 기업과 주주가 적대적 관계가 아닌 파트너로 여기고 협력하는 것이 유리

개인투자자, 행동주의 투자자, 상장기업 등 시장참여자의 협력을 통해 바람직한 행동주의 투자 관행이 정착되면 코리아 디스카운트 해소 가능

시장참여자의 노력

01

개인투자자

- 2018년에 556만 명에 불과했던 개인투자자 수가 2023년 말 기준 1,403만 명으로 2.6배 급증
- 개인투자자의 의결권을 결집할 수 있는 플랫폼(비사이이드, 액트, 헤이홀더 등) 등장으로 소액주주연대의 주주권 행사가 적극적으로 이루어질 것으로 예상

02

행동주의 투자자

- 경영개선 목적의 캠페인과 기업의 수용 의지 간 조화 필요
- 지나친 경영관여, 단기 수익추구 활동 시 장기적으로 기업과 주주 모두에게 손해이므로 합리적인 주주행동주의 방향으로 유도 필요

03

상장기업

- 가치투자형, 선관주의형, 책임투자형 투자자의 요구사항은 기업가치 제고에 도움이 되는 경우가 많으므로 긍정적 검토 필요
- 기관투자자의 요구에 신속하고 적극적으로 대응해 우호적인 관계를 형성하고 유지하는 등 전략적 IR활동 강화 필요

End of Document

안효섭 본부장