

# 최근 행동주의 투자자들의 활동 사례와 시사점

박종석

트라이언(Trian) 펀드가 글로벌 기업인 P&G와 GE 이사회 의석을 확보하면서 행동주의 투자자에 대한 관심이 커지고 있다. 과거에 행동주의 투자자들이 주로 기업 분할, 강도 높은 구조조정, 경영진 교체, 자사주 매입 등을 통해 기업 가치를 높이는데 주력했다면, 최근에는 이러한 방식 이외에도 기업의 경영 전략에 깊이 관여하면서 과거와는 다른 방식의 접근을 시도하고 있다.

특정 기업이 주주 이익 관점에서 피어(Peer) 그룹 대비 성과가 저조할 때 행동주의 투자자의 공격이 언제라도 일어날 수 있다. 기업들은 행동주의 투자자들의 공격에 대비하기 위해 사전에 행동주의 투자자 관점에서 기업을 다시 한번 정밀하게 들여다보고 경영이나 사업 방식, 사업 포트폴리오 재조정 작업을 해보는 것도 유익할 것이다.

그리고 행동주의 투자자의 공격을 받았을 경우 신속하게 방어 태세를 취하는 것도 중요하지만 기업의 가치를 향상시키거나 기업의 운영 효율성을 더 높일 수 있는 방향에 대한 의견을 교환하는 것도 필요할 수 있다. 기업은 사전에 대응 매뉴얼이나 플레이북을 작성해 놓고 공격 조짐이 있을 경우 대응해 나갈 필요가 있다.

## 행동주의 투자자에 대한 관심 고조

트라이언(Trian) 펀드가 글로벌 기업인 P&G와 GE 이사회 의석을 확보하면서 행동주의 투자자에 대한 관심이 다시 고조되기 시작했다.

행동주의 투자자들이 어느 한 기업의 주주로서 공개적으로 다른 주주들의 결집을 이끌어내어 이루고자 하는 것은 결국 기업 가치의 증대이다. 그러나 그 목적은 동일할 지라도 그 방법에 있어서 과거와는 좀 다른 형태로 진행되고 있는 것으로 보인다. 과거에 행동주의 투자자들이 주로 기업들로 하여금 기업 분할, 강도 높은 구조조정, 경영진 교체, 자사주 매입 등을 통해 기업 가치를 높이는데 주력했다면, 최근 행동주의 투자자들은 이러한 방식 이외에 기업의 경영 전략에도 깊이 관여하면서 과거와는 다른 방식의 접근을 시도하고 있는 것으로 보인다. 예로 트라이언(Trian) 펀드가 GE 및 P&G와의 힘겨운 위임장 대결 끝에 결국 이사회 의석을 차지하게 되었는데 이 과정에서 기업 분할이나 자사주 매입이 아닌 경영의 방식이나 밀레니얼 소비자에 대한 접근 방법의 변화 등을 요구하면서 경영전략 측면에 방점을 둔 것이다. 행동주의 펀드가 지배구조 변화만이 아닌 기업 전략의 변화를 요구하고 있다.

## 행동주의 투자자란?

대량 주식매수를 통해 특정 기업의 주요 주주 지위를 확보한 후 적극적인 경영 관여를 통해 기업 가치 증대를 추구하는 투자자를 '행동주의 투자자'라고 한다. 여기서 말하는 기업 가치는 투자자에 따라 단기적일 수도 있고 중장기적일 수도 있다. 그러나 통상적으로 최소 1~2년 정도의 기간을 들여 경영에 참여하고 기업 가치 제고를 위해 활동한다고 볼 수 있다. 경우에 따라서는 이보다 더 긴 기간을 가져가는 경우도 있다.

트라이언(Trian) 펀드 외에도 잘 알려져 있는 행동주의 투자자들에는 자나 파트너스(Jana Partners), 밸류액트 캐피탈 매니지먼트(ValueAct Capital Management), 빌 애크먼(Bill Ackman), 칼 아이칸(Carl Icahn), 엘리엇(Elliott) 등이 있다.

## 타겟 기업 선정 및 활동 방식

행동주의 투자자들이 기업을 선택할 때 가장 많이 고려하는 부분은 해당 기업이 드러나 있는 문제점들이나 이슈를 해결했을 경우 기업의 성과가 가시적으로 향상될 수 있을지에 대한 가능성 여부다.

산업내 경쟁 피어(Peer) 그룹과의 비교에 있어서 저성과가 두드러질 때 행동주의 투자자의 관심을 집중시켜 공격이 일어날 가능성이 높아진다. 그리고 저성과는 주가와

도 연동된다고 봤을 경우 주주 이익 관점에서 피어(Peer) 그룹 대비 열위에 처했을 때 행동주의 투자자의 접근이 언제라도 일어날 수 있다. 항상 관건은 경쟁 그룹 내에서 피어(Peer) 대비 성과가 저조하다는 시그널을 보내고 있는지의 여부에 달려 있다고 볼 수 있다.

행동주의 투자자의 기본적인 동인은 타겟으로 삼은 기업의 투자 자본 배분 방식, 수면 위로 부각되고 있는 경영 리스크에 대한 대처 방식, 현재 기업 경영 실적 수준의 적정성에 대한 의문으로부터 시작된다고 볼 수 있다. 그리고 추가적으로 과도한 현금 흐름, 낮은 배당 성향, 비즈니스 모델의 주요 변화가 예상되는 사업 등이 포착되는 경우 행동주의 투자자들의 타겟이 될 가능성이 커진다.

그러나 행동주의 투자자들이라고 해서 무조건 단독으로 특정 기업에 변화를 이끌어 내기에는 역부족이다. 물론 두 자릿수 비중을 보유하고 있는 대주주라면 얘기가 달라지겠지만 그렇게 대규모로 투자를 하기에는 분명 한계가 있다. 행동주의 투자자들은 결국 다른 주주들 및 주요 이해관계자들을 아군으로 만들었을 때 특정 기업으로부터 의도한 변화를 이끌어낼 수 있는 것이다. 그리고 많은 경우 행동주의 투자자들이 1~2% 지분만 보유하였음에도 이러한 연합을 통해 이사회 의석 확보 등을 이루어낼 수 있었다.

월스트리트저널에 의하면 뮤추얼 펀드 매니저 대상 설문에서 절반에 달하는 응답자들이 행동주의 투자자로부터 지지 요청 제안을 받은 적이 있으며, 이들 중 무려 45%가 지지 의사를 표명한 것으로 나타났다. 실로 큰 비중이 아닐 수 없다. 행동주의 투자자들이 소량의 지분만으로도 공격 대상 기업을 흔들 수 있다는 반증이다.

그리고 이러한 대결에서 많은 경우 위임장 대결을 진행하게 된다는 것이 하나의 특징이다. 실제 위임장 대결로 귀결되는 행동주의 활동의 경우 그 비용 또한 상당하다. 보도된 바에 의하면 그 비용은 평균적으로 약 1천만 달러에 달하며 이는 변호사 비용, 리서치 전문가 비용, 주주 서한 발송 관련 비용 등을 포괄한다고 한다.

물론 모든 행동주의 투자자들의 공격이 호전적인 것은 아니다. 언론에 노출시키지 않으면서 기업의 경영진과 투자자간 대화를 통해 자본 배분, 시장 기회 극대화를 통한 가치 증대 등을 논의하는 경우도 많이 있는 것으로 알려져 있다. 컬럼비아 경영대학원에서는 지난 10년간 진행된 약 2,000여개의 행동주의 활동 분석을 통해 평균적으로 행동주의 투자자들이 2년이 조금 넘는 기간 동안 해당 기업의 주주로 활동한다는 사실을 밝혀냈다. 그리고 미디어를 활용하면서 공격적으로 활동을 진행하는 행동주의 투자자도 분명 존재하지만 실제로 많은 경우 수면 아래에서 우호적으로 조용히 최고 경영진과 협의해 나간다고 한다. 반대로 공격적인 활동들은 많은 경우 이사회 멤버 교체, 기업의 전략적

방향성 변화 등을 목적으로 공개적인 위임장 대결로 이어지게 된다.

### 행동주의 활동의 증가

행동주의 투자자들은 2017년에 450억 달러 규모를 뛰어넘는 행동주의 활동 비용을 사용했으며, 이는 2016년 대비 2배가 넘는 규모이다. 행동주의 투자자들의 활동이 매우 활발해지고 있다는 것을 단적으로 보여준다.

글로벌 경영컨설팅사인 맥킨지의 분석에 의하면 2010년에 행동주의 투자자의 공격을 받은 기업들의 평균 시가총액이 240억달러 규모였다면 2016년에는 그 규모가 460억 달러에 이르는 것으로 나타났다. 그리고 그 빈도수 또한 2016년에 280회 정도로 2010년 대비 2.5배 이상 증가한 것으로 조사되었다. 행동주의 투자자들의 공격 빈도수가 높아지고 있으며 시가총액이 큰 대기업에 더 많은 관심이 집중되고 있다는 것을 보여준다.

글로벌 투자자문사인 라자드(Lazard)의 분석에 의하면 2013년부터 행동주의 투자자들의 타겟이 되지 않았던 기업들의 CEO 교체 비율이 평균 12%에 머물렀던 반면, 타겟이 되었던 기업들은 평균 23%에 달했다고 한다. 과거에는 행동주의 투자자들이 중소 규모의 기업이나 일부 지역에 국한해서 활동을 전개했다면 최근에는 글로벌 대기업을 대상으로 전개하고 있는 것으로 조사되었다.

### 행동주의 투자자들의 사례

트라이언(Trian) 펀드가 P&G와 위임장 대결을 벌이면서 강조한 부분은 P&G가 좀 더 적극적으로 변화하는 밀레니얼 소비자들의 니즈에 대응하고, 규모는 작더라도 목적이 있는 신규 브랜드를 육성해야 한다는 점이었다. P&G의 경우 최근 수년간 1~2%의 지속적인 성장을 이루고는 있었으나, 2014년 이후 수익성이 낮은 브랜드들을 100개 이상 매각하면서 몸집이 많이 줄어든 상황이었다. P&G가 질레트나 페브리즈라는 강력한 브랜드를 보유하고는 있으나 트라이언(Trian) 펀드 입장에서는 변화하는 시장과 소비자 니즈에 부합하는 추가적인 신규 브랜드 구축을 촉구하고 나선 것이다. 트라이언(Trian) 펀드의 넬슨 펠츠(Nelson Peltz)는 P&G의 근본적인 변화를 촉구하면서 이사회 의석 확

#### 행동주의 활동 사례

1

행동주의 투자자	주요 대상 기업	주식 비중	이사회 의석(수)
트라이언 펀드 (Triam Fund)	GE	0.82%	1
	P&G	1.5%	1
자나 파트너스 (Jana Partners)	월그린 (Walgreens)	1.2%	2
밸류액트 캐피탈 매니지먼트 (ValueAct Capital Management)	마이크로소프트 (Microsoft)	0.8%	1
칼 아이칸 (Carl Icahn)	넷플릭스(Netflix)	9.98%	-
빌 애크먼 (Bill Ackman)	J.C. Penney	18%	1

자료: 언론 보도, 기업 분석 자료

보를 위한 노력을 지속해왔고 결국 이사회 진입에 성공했다(차트 1).

헤지펀드 자나 파트너스(Jana Partners)는 2014년 월그린(Walgreens) 지분 1.2%만을 보유하면서도 이사회 의석 2개를 확보하는데 성공하면서 기업 경영 변화를 이끌어내었다. 올해 GE가 다우존스산업평균지수 구성 종목에서 퇴출되면서 월그린이 그 자리에 새롭게 편입되어 미국을 대표하는 주요 기업들과 어깨를 나란히 하게 되었다.

밸류액트 캐피탈 매니지먼트(ValueAct Capital Management)는 마이크로소프트(Microsoft) 이사회 의석을 확보하는 과정에서 마이크로소프트 지분을 많이 보유하고 있던 대형 뮤추얼 펀드들의 협업을 이끌어냈다. 밸류액트(ValueAct)는 이사회 의석 1석을 얻는 대신 마이크로소프트 지분을 합의된 수준 이상 올리거나 위임장 대결을 하지 않겠다고 합의한 것으로 알려졌다. 이때 당시 밸류액트(ValueAct)가 보유한 마이크로소프트 지분은 1%도 안되는 0.8%였다. 소량의 지분으로 이사회 의석을 받아냈다는 것은 그만큼 주주들의 압박이 심했다는 것을 유추해볼 수 있는 대목이다. 그리고 마이크로소프트는 스티브 발머 CEO의 1년내 퇴임을 발표했다. 밸류액트(ValueAct)는 마이크로소프트 이사회 의석을 확보하는 과정에서 마이크로소프트가 리테일 소비자 중심적인 기업이 아닌 기업용 소프트웨어 및 비즈니스 서비스 기업으로 거듭나기를 주문했다. 그리고 결국 마이크로소프트는 월가 투자심리를 안정시키기 위해 밸류액트(ValueAct)에 이사회 의석 1개를 제공한다고 발표했다.

빌 애크먼(Bill Ackman)의 경우 J.C. Penney의 매출이 지속적으로 하락하고 있는 상황에서 이사회 진입에 성공하였고 본인이 추천한 CEO를 선임하는데 성공하였다.

트라이언(Trian) 펀드나 밸류액트(ValueAct)의 경우 주로 기업의 운영 효율성 증대 측면에 많이 집중한 것으로 알려진 반면, 헤지펀드인 엘리엇의 경우 2017년에만 10여개가 넘는 공격적인 활동들을 진행하면서 M&A나 기업 지배 구조 변화 등에 집중한 것으로 나타났다.

물론 성공적이지 못한 경우도 발생한다. 칼 아이칸(Carl Icahn)의 경우 넷플릭스(Netflix) 지분 9.98%를 보유한 주요 주주로서 넷플릭스를 구글이나 아마존 등과 같이 자본력이 있는 회사에 매각하기를 희망한다는 의사를 전했다. 넷플릭스는 2012년 경영권 방어를 위해 경영권 침해 시 기존 주주들에게 시가보다 싼 가격에 지분 매입 권리를 부여하는 제도인 포이즌 필(Poison Pill)로 대응하였고, 결국 칼 아이칸으로 하여금 보유 지분을 매각하도록 유도하는데 성공하였다.

이러하듯 행동주의 투자자들은 기업의 경영 전략이나 사업의 방향성과 관련해서 이견이나 의문이 발생할 경우, 보유 지분을 공개하고 이사회 진입을 시도하면서 변화를 촉구하게 된다.

## 행동주의 투자자들의 경영 참여 성과

행동주의 투자자들이 경영에 참여하면서 나타나는 성과는 천차만별이다. 항상 기업 가치를 높이는 것만도 아니며 그렇다고 항상 역효과가 발생하는 것도 아니다. 결국 해당 기업이 처해 있는 시장 및 경영 상황에 따라 그 성과는 달리 나타난다고 설명할 수 밖에 없다. 그러나 한가지 확실한 것은 아무런 문제가 없는데 기업이 행동주의 투자자의 공격을 받는 것은 아니라는 점이다. 성과가 저조하던가 아니면 근본적인 변화가 절대적으로 필요해 보이는 기업이 그 대상이 된다는 것이다. 경영 참여를 통한 성과 도출은 그 다음 이야기인 것이다. 이는 어느 한쪽이 잘해서 되는 것이 아니라 기업 경영진 및 이사회, 행동주의 투자자, 주주 등 이해관계자 모두가 공동의 목표를 향해 협력할 때 가능한 것이다.

트라이언(Trian) 펀드는 경영 참여를 통해 많은 기업들의 경영 성과를 향상시켰다고 주장한다. 트라이언 펀드는 P&G와 위임장 대결까지 가면서 당시 공개한 자료를 통해 자사의 넬슨 펠츠(Nelson Peltz)가 이사회 멤버로 활동했었던 기간 동안 해당 기업들이 평균적으로 S&P 500 대비 주당 순이익(EPS) 성장이 7.8% 포인트 높았고 TSR(Total Shareholder Return) 또한 S&P 500 대비 8.8% 포인트 높았다고 발표 했다<차트 2>.

### 트라이언(Trian)의 기업 가치 제고 성과 2

트라이언이 이사회에 참여한 컨슈머 기업 vs. S&P 500	
주당 순이익 (EPS) 증가	+7.8% 포인트
기업 TSR (Total Shareholder Return)	+8.8% 포인트

자료: 트라이언(Trian) 펀드 공개 자료

다른 예로 빌 애크먼(Bill Ackman)이 J.C. Penney의 CEO를 본인이 추천한 론 존슨(Ron Johnson)으로 교체하는데 성공하였으나, 이후 매출이 급감하면서 결국 론 존슨이 사임하는 상황이 발생했다. 이로 인해 애크먼(Ackman) 또한 대규모 투자금을 잃은 것으로 알려졌으며 이사회 이사직 또한 내려놓게 되었다. 이러하듯 행동주의 투자자들이 추진한 변화 방향이 긍정적인 결과를 가져오는 경우도 있지만 그 반대의 경우도 분명 존재한다는 사실을 보여준다.

앞서 살펴본 바와 같이 행동주의 투자자들 또한 다른 투자와 마찬가지로 실패하는 경우도 있고 성공하는 경우도 있었다. 이들은 행동주의 활동을 통해 타겟 기업 이사회 의석을 확보하여 경영 기조에 영향을 미치며 실적을 견인한 경우도 많다. 물론 그 반대의 경우도 존재한다. 행동주의 투자자들이 기업이 미래 성장을 위해 활용해야 할 자원을 주주에게 전달하면서 기업의 장기적 성장을 저해한다는 비판의 목소리도 크다. 하지만 결과에 관계없이 중요한 점은 이들이 실제 경영 이슈를 발견했을 때 행동을 취했다는 것이다. 우호적인 접근 방식으로 접근한 경우도 있고 미디어를 동원하여 매우 공격적인 방식을 취한 경우도 있었다. 그리고 타겟이 된 기업들은 이들의 활동에 큰 영향을 받았다는 것이다. 그래서 서두에 언급한 어려운 경영 상황에 처한 기업들은 냉철하게 현실을 직시하고 혹시 모를 공격에 대비해야 하는 것이다.

## 행동주의 투자자에 대한 대응 방안

행동주의 투자자의 공격이 시작되면 기업의 경영진 또한 실적을 최대한 끌어올리기 위해 모든 노력을 할 것이다. 그러나 이러한 노력이 주주의 입장에서는 미흡해 보일 수 있다. 그래서 행동주의 투자자들의 공격을 사전에 예방하려면 행동주의 투자자 관점에서 기업을 다시 한번 정밀하게 들여다보고 경영이나 사업 방식, 사업 포트폴리오 재조정 작업을 해볼 필요가 있다. 그리고 행동주의 투자자의 공격을 받았을 경우 신속하게 방어 태세를 취하는 것도 중요하지만 기업의 가치를 향상시키거나 기업의 운영 효율성을 더 높일 수 있는 방향에 대한 의견을 교환해 볼 수도 있다. 여기에는 투자 영역의 변경이나 사업 포트폴리오에 대한 근본적인 변화도 포함된다. 분석 자료 (Shark Repellent, 미국 기준)에 의하면 행동주의 투자자의 공격이 들어왔을 때 승률은 기업 보다는 행동주의 투자자 편인 것으로 나타났기 때문이다. 사업 성과가 부진할 경우 주주들은 좀 더 급진적이고 근본적인 변화를 요구하는 행동주의 투자자의 목소리에 귀를 기울이게 된다.

행동주의 투자자의 공격을 받았을 경우 이에 대응하기 위한 준비를 갖추는 것이 중요하다. 일종의 매뉴얼이나 플레이북을 사전에 작성해놓고 여기에 맞춰 대응하는 것이다. 갑작스럽게 공격을 당했을 경우 사전에 정해진 단계별로 침착하게 대응하는 것과 무엇을 어떻게 해야 할지 몰라 시간을 낭비하는 것과는 크게 다를 것이다. 여기서 핵심은 상황과 커뮤니케이션에 대한 통제권이다. 논리적이고 일관된 커뮤니케이션을 하면서 시장과 소통하고 불확실성을 최소화하는 것이 필수적이다. 그리고 행동주의 투자자를 상대함에 있어 무조건 부정적으로 접근할 것이 아니라 최고 경영진 직속으로 재무, 법률, 회계, IR, 홍보 전문가들로 구성된 대응팀을 조직하여 이들과 지속적으로 대화해 나가는 것이 중요하다.

행동주의 투자자들이 내세우고 있는 공격 논리에 대해 기업은 내부적으로 면밀하게 검토한 후, 이를 받아들일 것인지 아닌지에 대한 의사결정을 내려야 한다. 제안을 받아들이지 않는 것이 결과적으로 향후 경영 성과에 더 긍정적이라는 결론에 도달할 경우, 주요 주주들과 깊이 있고 열려있는 커뮤니케이션을 통해 기업의 입장과 미래 계획에 대해 설득해야 할 것이다. 그렇지 못할 경우 행동주의 투자자의 공격을 막아내지 못할 가능성이 매우 커지게 된다는 사실을 인지해야 한다.

## 행동주의 활동에 대한 기업에의 시사점

행동주의 투자자들이 특정 기업의 주주로서 경영진 또는 이사회와 직접 대화를 시도하거나 언론 등을 통해 기업의 방향성에 대해 목소리를 높일 때 경영진 입장에서는 큰 위협으로 느끼게 될 것이다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 경영진이 행동주의 투

투자자들의 공격을 무력화시키기 위해 노력할수록 공격의 강도는 더욱 거세질 수 있다. 그리고 공격 당하는 기업이 실제 어느 정도 문제가 있다는 확신을 갖고 진행하는 경우 결과는 행동주의 투자자 쪽에 더 유리해진다.

그리고 더 나아가 과거와 달리 Passive 투자자들이 거버넌스(Corporate governance)의 중요성에 대해 목소리를 높이면서 영향력을 확대해 나가고 있기 때문에 향후에는 기업들이 더 신경을 써야 할 것이다. 이는 기업의 변화를 적극적으로 요구하는 투자자들이 지속적으로 증가하고 있다는 것을 보여준다. 이러한 현상에는 이사회 멤버 구성 및 중장기 전략에 관한 이들의 높아진 관심이 반영되어 있다.

제한적인 경제 성장 전망, 시장 포화로 인해 기업들의 기존 성장 방식이 한계에 봉착했다는 점, 그리고 M&A나 Spin-off 활동 증가로 인해 행동주의 투자자들이 참여할 수 있는 여지가 더욱 커지고 있는 실정이다. 향후 행동주의 투자자들의 활동이 늘어날 것으로 보이는 이유다. 결국 TSR(Total Shareholder Return) 증대가 가장 큰 이슈로 부각될 것이며 이를 기반으로 주주우선주의가 앞으로도 지속되거나 더 강화될 것으로 예상된다. 그리고 이러한 경영 참여의 패턴은 서구 기업들을 대상으로 매우 빈번하게 일어나고 있으며 점진적으로 우리나라 기업으로까지 확대될 수 있음을 항상 염두에 두고 있어야 할 것이다.

변화의 시대에 기업의 성패는 선제적 혁신 여부에 달려있다. 과거에 머물러 있지 않고 경영 상황이 불확실하더라도 확고한 전략을 바탕으로 변화를 시도하는 기업만이 결국 지속적으로 성장할 수 있다는 것을 보여준다. 그리고 이러한 변화의 노력이 내부에서 이루어지지 않는다면 앞서 언급한 행동주의 투자자들에 의해 외부로부터 압력이 가해질 것이다. 이러한 경향은 갈수록 더 빈번해질 것으로 보인다. [www.lgeri.com](http://www.lgeri.com)



본 보고서에 게재된 내용이 LG경제연구원의 공식 견해는 아닙니다. 본 보고서의 내용을 인용할 경우 출처를 명시하시기 바랍니다.