

주주행동주의 부상과 과제

법무법인(유) 광장 연구위원(Ph.D) 김수연¹⁾

[목 차]

I. 들어가며	III. 코리아 디스카운트 이슈 부상과 주주행동주의
II. 글로벌 주주행동주의 동향	1. 일본 사례
1. 현황	2. 코리아 디스카운트 해소 논의
2. 주요 특징	IV. ESG와 주주행동주의
(1) 스와밍(swarming)	1. ESG 전개 상황
(2) PEF와 행동주의 펀드 간의 융합	2. ESG 관련 주요 규제
(3) 협력적 주주관여(collaborative engagement)	V. 시사점

I. 들어가며

주주행동주의(shareholder activism)란 상장회사의 주주들이 보유 지분을 활용해 해당 기업 경영에 영향을 주려는 다양한 활동을 의미한다. 주주행동주의는 자산운용사 등 기관투자자들의 스튜어드십(stewardship) 활동에서부터 가장 공격적이라 평가받는 행동주의 헤지펀드의 캠페인까지 다양한 스펙트럼을 가지고 있는 것이다.²⁾ 2016년 말 스튜어드십 코드 도입 이후 국민연금을 중심으로 논의되어 왔던 주주행동주의는 최근 들어 KCGI(Korea Climate Corporate Improvement), 얼라인 파트너스 등 행동주의 펀드(activist fund)들의 왕성한 활동을 통해 크게 주목받고 있다.

이에 본 보고서는 글로벌 행동주의 펀드 캠페인 동향 및 주요 특징과 함께 올해 초부터 급부상 중인 코리아 디스카운트 해소 이슈와 관련해 예상되는 주주행동주의 영향 및 ESG에 대한 기관투자자 대응 현황 등을 살펴봄으로써, 향후 국내 주주행동주의 지형 변화 방향을 제시하고 기업들이 대응 과제를 도출하고자 한다.

1) 본 보고서는 필자 개인적인 견해로서, 소속 법무법인의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다. 또한 본 보고서는 2024년 1월 30일 한경협-광장이 공동주최한 「2024년 기업경영 법제도 리스크 점검 세미나」 발제 내용을 중심으로 작성되었습니다.

2) Shareholder Activism: Who, What, When, and How?, PwC, Harvard Law School Forum on Corporate Governance(2015.4.7)

II. 글로벌 주주행동주의 동향

1. 현황

2024년 1월 8일 투자자문사 라자드(Lazard)가 발표한 2023년 주주행동주의 리뷰³⁾에 따르면 코로나 시기 주춤했던 행동주의 펀드 캠페인은 회복세를 이어가며 2023년 252건, 전년 대비 7%p 증가했다. 이는 2018년 249건을 넘어서는 수치로 유럽과 APAC 등지에서 행동주의 펀드 캠페인이 급증⁴⁾한 데에 기인한다는 분석이다.

<글로벌 행동주의 펀드 캠페인 활동>



출처: Lazard · FactSet (행동주의 펀드 캠페인 발표 당시 시총 5억 달러 이상 타겟 기업 대상 집계)

데이터 리서치기관 Diligent에 따르면, 2023년 조사대상 23개국에서 총 951개 회사가 행동주의펀드의 공격을 받았는데, 이는 2022년 875개사보다 8.7%, 2021년 773개사보다 23% 증가한 수치이다. 특히, 2023년에는 아시아 지역을 대상으로 하는 행동주의펀드 공격이 총 214건 발생해, 전년도 184건보다 16.3% 늘었다. 같은 기간 북미는 9.6% 증가한 반면, 유럽은 오히려 감소(△7.4%)했다.

3) <https://www.lazard.com/research-insights/annual-review-of-shareholder-activism-2023/>

4) 유럽 69건-APAC 44건, 지난 5개년('18~'22) 평균 캠페인 건수 대비 각각 26%p, 55%p 증가

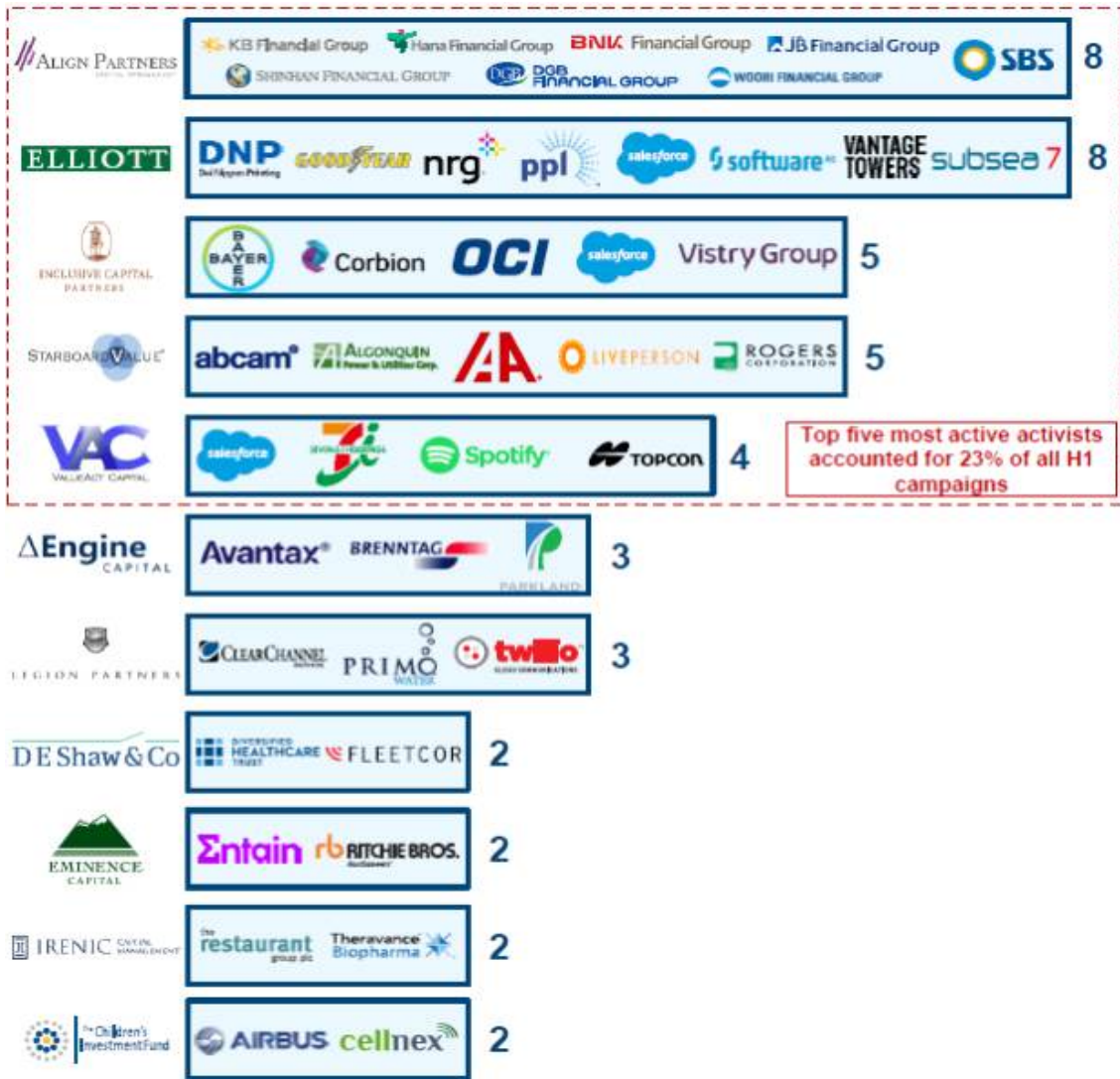
〈국가별 행동주의 펀드 공격을 받은 기업 수〉

	2019	2020	2021	2022	2023
미국	543	482	437	510	550
일본	68	67	66	108	103
한국	8	10	27	49	77
캐나다	63	56	45	55	69
영국	56	41	47	43	35
독일	41	60	44	33	21
프랑스	13	12	12	10	13
상기포르	7	13	12	8	11
스웨덴	21	26	13	12	11
중국	5	8	9	2	8
홍콩	14	10	10	8	8
덴마크	11	9	9	3	7
이스라엘	4	2	3	4	5
말레이시아	11	5	2	4	5
스위스	10	6	5	5	5
슬로베니아	5	8	5	2	5
그리스	1	1	1	1	4
네덜란드	3	7	7	3	4
이탈리아	5	4	7	2	3
아일랜드	3	2	3	3	3
스페인	7	5	4	5	2
대만	4	3	1	1	1
인도	2	5	4	4	1

출처: Diligent Market Intelligence, Shareholder Activism Annual Review 2024.

한편 딜리전트에 따르면 우리나라의 경우 행동주의 펀드의 공격을 받은 국내 기업 수 역시 2019년 8개사에서 2023년 77개사로 5년 연속 증가하며 약 10배 급증했다. 현재 우리나라는 미국, 일본에 이어 전세계에서 3번째로 행동주의 캠페인 타깃이 된 기업 수가 많은 국가로 단기간 행동주의 펀드 활동이 폭증하고 있는바, 작년 국내에서 왕성하게 활동했던 얼라인 파트너스는 설립된 지 3년도 되지 않아 2023년 상반기 전세계에서 가장 많은 캠페인을 벌인 액티비스트로 엘리엇과 공동 1위를 차지하기도 했다.

<2023년 상반기 행동주의 펀드 순위 - 캠페인 착수 건수 기준>



출처: Barclays H1 2023 Review of Shareholder Activism(행동주의 펀드 캠페인 발표 당시 시총 5억 달러 이상 타겟 기업 대상 집계)

2. 주요 특징

(1) 스와밍(swarming)

최근 행동주의 캠페인 증가와 함께 2023년 스와밍(swarming) 현상이 늘어나고 있다. 스와밍이란 비슷한 시기에 하나 이상의 액티비스트 펀드들이 동일한 타겟 기업

을 대상으로 각각 독자적인 전략과 기대 수익 목표를 가지고 행동주의 투자 활동을 하는 것을 의미한다. 스와밍은 ‘떼, 무리’로 번역할 수 있는데 이 현상에 대해 일부에서 기존 울프 팩(wolf pack)과 동일한 의미로 파악하기도 하지만⁵⁾ 다른 한편에서는 공통의 목표를 달성하기 위해 비공식적으로 함께 행동하는 울프 팩과 액티비스트들이 각각 독립적으로 식별해 행동주의 투자를 하는 스와밍은 구분되어야 한다는 주장도 제기된다.⁶⁾

라자드에 따르면 2023년 1분기 시작된 전세계 69건의 행동주의 캠페인 가운데 36%(25건)가 최근 이미 행동주의 펀드의 타깃이 된 기업에 대한 것이며, 13%(9건)가 2023년 1분기 들어 새롭게 복수의 행동주의 펀드들의 타깃이 된 기업에 대한 캠페인으로, 49%가 스와밍과 연관되어 있다는 분석이다.⁷⁾ 특히 미국에서 하나 이상의 행동주의 펀드들이 기업을 공격하는 사례가 2020년 7건, 2021년 9건에서 2022년 17건으로 약 2배 급증하고 있는데,⁸⁾ 스와밍의 경우 기업에 대한 압박 강도를 쉽게 높일 수 있는데다 기업 입장에서는 액티비스트 각각의 다양한 요청에 대응해야 하므로 기존에 비해 행동주의 펀드 대응이 더욱 복잡해지고 어려워질 가능성이 크다.

〈스와밍 주요 사례〉

2023년 상반기	세일즈포스(美)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 무분별한 기업 인수 등으로 주가 하락 ▶ 엘리엇, 스타보드 벨류, 서드 포인트, 벨류액트 캐피탈, 인틀루시브 키패탈, 스트라이브 등 6개(언론 파악) 행동주의 펀드 공격 ▶ 벨류액트 캐피탈 CEO가 이사 1석 차지 ▶ 세일즈포스 이사회·경영진은 자사주 매입, 비용 절감 등 노력으로 주가 회복하면서 행동주의 펀드 캠페인 종료
2023년 ~	월트 디즈니(美)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 스트리밍 부분 손실과 영화 프랜차이즈의 저조한 수익률 등으로 주가 하락 ▶ 2022년 서드 포인트 측 이사 1명이 이사회에 투입(ESPN 분사 요구) ▶ 트라이언 파트너스는 2024년 주총에서 넬슨 펠츠 등 2인 이사 선임 요구 ▶ 월트 디즈니는 행동주의 펀드인 벨류액트 캐피탈(전략 등 조언), 블랙웰즈 캐피탈(이사 3

5) Corporate Preparedness In The Age Of Increased Investor Activism, Forbes(2023.7.25.); Goldman Activism Head Says Companies Face ‘Swarm’ of Agitators, Bloomberg(2023.2.15.)

6) Activist Swarms Are On the Rise: A Guide to How Companies Can Navigate Hostile Interests, Jefferies(2023.7.3.); Cooley’s 2023 Activism Year in Review: Wolf Packs at the Gate, Cooley(2024.1.30.)

7) Shareholder Activism Update: Early Look at 2023 Trends, Lazard(2023.4.18.)

8) Disney, Salesforce and Others Draw Activist ‘Swarm’ After Shares Decline, The Wall Street Journal(2023.2.1.)

		명 지명권 획득)의 지지 획득
2023년 ~	바이엘(獨)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 몬산토 합병으로 인한 주가 하락 ▶ 블루벨 파트너스는 소비자 건강 사업 부문 매각 및 제약과 농업 사업간 분리 요구 ▶ 인클루시브 캐피탈은 CEO를 외부 인사로 교체 요구 ▶ 아티산은 기업집단으로 볼 수 있는 바이엘의 3개 사업 중 2개 사업 분할 요구

(2) PEF와 행동주의 펀드 간의 융합

행동주의 펀드는 보통 타깃 기업의 소규모 지분을 보유(5% 내외)한 상황에서 이사회와 경영진에게 비공개 또는 공개적으로 해당 기업의 문제 및 해결책을 제시하며 관련 변화 내지 개선을 요구한다(이벤트 드리븐). 만약 타깃 기업이 행동주의 펀드의 요구를 수용하지 않을 경우 언론 등을 활용해 다른 주주들을 설득하며 이사 선임 등 주주총회에서 영향력을 행사하는 단계로 진행되므로 기업과 적대적인 관계를 형성하는 경우가 많다.⁹⁾ 반면 전통적인 PE 전략은 타깃 기업의 지분을 대량 매입해 경영권을 확보한 후 기업 가치를 개선하여 이를 매각하거나 IPO 등을 통해 이익을 실현하는 방식(바이 아웃)으로 보통 해당 거래를 진행하는데 있어 기업과 우호적인 것이 특징이다.¹⁰⁾

그동안 행동주의 펀드와 PE 회사는 서로 다른 전략을 통해 수익을 추구해왔지만, 최근 미국을 중심으로 행동주의 전략과 Private Equity 전략 간 경계가 희미해지는 현상이 나타나고 있다.¹¹⁾ 2018년 행동주의 펀드로 유명한 엘리엇의 자회사 에버그린 코스트 캐피탈(2015년 설립)은 PE Firm인 베리타스 캐피탈과 함께 57억 달러에 아테나헬스를 매수한 바 있으며, 2022년에도 비스타 에퀴티 파트너스와 함께 시트릭스를 165억 달러에 인수했다. 한편 2018년 PE Firm인 워터톤 글로벌 리소스 매니지먼트는 허드베이 미네랄즈 지분 12%를 보유한 상황에서 이사 교체를 요구했으며, 2020년 KKR도 데이브 앤드 머스트 엔테테인먼트의 지분 10.7%를 매수, 행동주의를

9) 행동주의 펀드의 투자 전략은 공격성 강도에 따라 우호적 관여(Friendly Engagement: 예: 세비안, 밸류액트), 공격적 협상(Aggressive Negotiations: 예: 엘리엇, 스타보드 밸류) 등으로 구분할 수 있다.

10) PE 펀드의 경우 대체로 출자자인 LP와의 계약에서부터 타깃 기업 이사회가 반대하는 적대적 거래 내지 Proxy Fight 등이 배제되는 경우가 많고, 상장 기업에 대한 소규모 지분 투자도 총 펀드 자금 중 낮은 비율로 허용되는 것이 일반적이다. Private Equity and Activism, Sidley Austin LLP, Harvard Law School Forum on Corporate Governance(2019.4.10)

11) What Private Equity Can Learn From Shareholder Activism - And Vice Versa?, Fasken(2023.1.12.)

암시하며 KKR측 이사 1명을 해당 기업 이사회에 투입시키는 행동주의 투자 전략을 사용하기도 했다. 또한 2013년 존스 그룹은 지분 2.3%를 보유한 배링턴 캐피탈의 압박으로 12억 달러에 PE Firm 시카모어 파트너스에 매각했으며, 2019년 아르코닉 지분 10% 가량 보유했던 엘리엇은 아르코닉을 150억 달러에 PE Firm 아폴로 글로벌 매니지먼트에게 매각하기 위해 압박했으나 실패하기도 했다.

이처럼 행동주의 투자 전략을 활용하는 PE Firm이 등장하고, 행동주의 펀드 역시 Private Equity 거래에 참여하는 사례가 발생하는 배경에 대해 PE Firm과 행동주의 헤지펀드 모두 막대한 투자자금이 유입되었지만 수익을 창출한 기회는 적어지면서 경쟁이 치열해졌고, 두 플레이어 모두 저평가된 기업을 식별하고 가치창출을 위한 구조조정 실행 능력을 보유하고 있는데다, 시장에서 행동주의 투자에 대한 부정적 평가가 줄고 있는데 기인한다는 분석이다.¹²⁾ 향후 국내에서도 PE Firm이 타깃 기업의 소수 지분을 보유한 후 행동주의 투자 전략을 펼치거나, 혹은 소수 지분을 지렛대 삼아 회사 전체를 매각하도록 압박하거나, 또는 행동주의 펀드와 협력해 타깃 기업 매수를 압박할 가능성 등을 염두에 둘 필요가 있다.

(3) 협력적 주주관여(collaborative · collective engagement)

협력적 주주관여란 다수 기관투자자가 공동으로 하나의 기업에 대해 관여하거나, 동일 이슈에 대해 여러 기업을 대상으로 관여활동을 하는 것을 의미한다.¹³⁾ 일반적으로 주주관여는¹⁴⁾ 행동주의 헤지펀드의 캠페인과 비교해 보다 협력적인 접근 방식으로 여겨지는데, 해외 주요국에서는 스튜어드십 코드 등을 통해 협력적 주주관여를 기관투자자의 주요 관여방식으로 인정하고 있다.

<주요국 스튜어드십 코드 중 협력적 주주관여 사항>

	호주	브라질	캐나다	이탈리아	인도	일본	영국	한국
협력적 주주관여 (다른 투자자와 적절하게 협력해 실시)	○	○	○	○	○	○	○	X

12) Friend or Foe? The Convergence of Private Equity and Shareholder Activism, Schulte Roth & Zabel LLP, Harvard Law School Forum on Corporate Governance(2020.3.21)

13) A Practical Guide To Active Ownership In Listed Equity, UN PRI(2018)

14) 주주관여(engagement)의 경우 명확하게 규정된 개념 정의는 없지만 보통 주주와 회사 간 ESG 이슈 등 경영 전반에 대한 직접 소통 내지 개입을 지칭한다. Chapman and Cutler LLP (2016, Q3)

하지만 우리나라는 스투어드십 코드 제정 당시 협력적 주주관여와 관련해 현행 자본시장 법규와의 충돌 가능성이 불거지면서 도입되지 못하고, 의견 교류만을 위한 포럼 설립에 한해 규정된 이후(원칙 6 안내 지침) 현재까지 개정 없이 그대로 유지되고 있다. 즉 자본시장법상 공동보유자를 의결권(의결권 행사 지시 포함)을 공동으로 행사하는 것을 합의¹⁵⁾한 자(동법 시행령 제141조 제2항)로 폭넓게 인정하고 있어 다수의 기관투자자가 타깃 기업에 대해 협력적 주주관여를 진행하면서 경우에 따라 공동보유자에 해당되어¹⁶⁾ 대량보유공시(5%) 등이 적용될 가능성 등으로 인해 전세계적으로 보편화되어 있는 협력적 주주관여가 도입되지 않은 상황이다.

이와 관련해 동일한 법적 문제를 가지고 있었던 영국, 일본, 독일은 협력적 주주관여활동을 스투어드십 코드에 적극 도입하는 한편 정부 가이드라인 등을 통해 협력적 주주관여와 공동보유자 요건 간의 명확한 구분을 제시해주면서 협력적 주주관여 활성화를 추진하고 있다는 점을 주목할 필요가 있다.

<영국-일본-독일의 협력적 주주관여 활성화 대책>

영국	<p>▶ 2009 FSA 『Open letter to the Institutional Shareholders’ Committee』</p> <ul style="list-style-type: none"> • 협력적 관여활동 장애 요인으로 기관투자자의 협력적 관여행위가 공동보유자로 간주되어 Disclosure of substantial shareholdings(3%), Change in control, Market abuse 관련 공시나 제한 규정이 적용될 가능성 우려 <p>→ FSA는 기관투자자 협회 질의에 다음과 같이 회신</p> <ul style="list-style-type: none"> • 의결권의 공동행사를 통해 타깃 기업의 경영에 지속적으로 영향을 미치려는 합의가 있을 경우에만 공동보유자로 간주하고, 특정 이슈와 관련해 기관투자자간 일회성 논의 내지 공감의 형성된 경우 공동보유에 미포함 • 기관투자자가 다른 투자자의 의도를 알고 거래하거나 주
----	--

15) 합의는 명시적일 필요는 없으며 묵시적인 경우도 포함, 단순한 의사의 합치, 직접증거가 아닌 정황 증거만 있어도 무방하며 구두계약도 충분(서울지방법원 2003.10.20. 결정 2003카합3224)

16) 기관투자자간 협의, 경영진 면담 등의 과정에서 의결권을 공동행사 하겠다는 합의, 계약으로 간주할 수 있는 직간접 대화, 발언 등이 있을 경우 의결권 공동행사에 해당될 가능성, 포럼 등의 개최 목적이 의결권 공동행사와 관련되거나, 회원 외 참석이 금지되고 내용이 비공개되는 등 포럼이 폐쇄성을 갖는 경우 의결권 공동행사 행위 등의 합의가 있는 것으로 오인될 가능성, 특정 기관투자자가 다른 기관투자자와 동일한 자문기관을 이용할 것을 합의하고, 자체적 판단없이 자문기관 권고대로 의결권 행사 등 구체적 사정이 있을 경우 의결권 공동행사에 대한 합의를 인정

	<p>식보유에 따른 공시를 회피하기 위한 경우가 아닌 한 타깃 기업에 대한 협력적 주주관여행위는 허용</p> <ul style="list-style-type: none"> • 투자자가 집단적으로 행동해(acting in concert) 10% 이상 지분을 보유했을 경우 FSA의 승인을 받아야 하는 규정 역시 기관투자자들이 선한 믿음을 가지고 타깃 기업의 지배구조를 향상시키기 위한 목적으로 일회성 논의 내지 공감을 형성하는 단계에서는 미적용
일본	<p>▶ 2014 금융청 『스튜어드십 코드 제정에 따른 법적문제 관련 의견』</p> <ul style="list-style-type: none"> • 의결권 행사에 대한 토론은 공동보유자로 볼 수 없지만, 합의한 경우 공동보유자에 해당, 한편 의결권, 주주제안권, 의사록·장부열람권, 임원 등에 대한 책임추궁 소송청구권 등과 같은 법령상의 권리행사 외에 주주로서 일반적인 행동에 대한 합의에 지나지 않을 경우 공동보유자에 미해당 • 이때 합의는 단순한 의견교환과는 달리 상호 또는 일방의 행동을 약정(문서·구두, 명시적·묵시적 불문)하는 것을 의미 • 다른 투자자와의 대화 등에 있어서 각각의 의결권 행사예정을 전달하고 그것이 우연히 일치한 것에 지나지 않을 경우 공동보유자 아님 <p>▶ 2023 금융청 『기업지배구조 개혁 실행계획 - 스튜어드십 코드 및 기업지배구조 후속조치』 일환으로 '공동보유자 범위' 명확화 추진</p>
독일	<p>▶ 2023 BaFin 『Collaborative engagement and the attribution of voting rights: When can things get tricky?』 Statement</p> <ul style="list-style-type: none"> • 기관투자자가 Engagement Platform에 참여하는 것은 일반적으로 공동의결권 행사에 미포함, 하지만 여러 기관투자자가 타깃 기업에 공개서신 등을 통해 요구사항을 제시하고, 단계적 압박을 위해 향후 의결권 행사 계획을 논의할 경우 (결정은 개별 투자자가 각각 내린다 하더라도) 공동의결권 행사 해당

앞으로 스튜어드십 개정이 추진될 경우 국내 역시 글로벌 스탠다드에 맞춰 협력적 주주관여가 도입될 가능성이 높고, 공동보유자 요건과의 충돌 문제도 영국, 일본 등과 같이 가이드라인 등을 통해 해소될 여지가 상당하다. 이에 개인투자자 뿐만 아니라 기관투자자 역시 플랫폼 등을 통한 협력적 주주관여를 통해 기업에 대한 관여 강도를 높일 것으로 예상된다.

Ⅲ. 코리아 디스카운트 이슈 부상과 주주행동주의

1. 일본 사례

최근 일본 증시가 크게 상승하면서 일본 대표 주가지수인 Nikkei225가 1989년 12월 29일 38915.87에 근접하며 초강세를 이어가고 있다. 일본 증시 호황의 원인에 대해 저금리 정책 및 엔저 현상과 함께 중국 경제가 나빠지면서 중국에 투자된 해외 투자자금이 일본으로 이동하고 있는 거시 경제 상황과 함께 아베 정부에서 시작된 對기업 정책이 작용했다는 분석이 제기된다.¹⁷⁾

10년 전 아베노믹스 일환으로 2014년 스투어드십 코드, 2015년 기업지배구조 코드를 도입했던 일본은 기시다 정부에서도 계속적으로 주가 부양을 위한 정책을 펼치고 있다. 2022년 4월 동경 증권거래소(TSE)는 기존 1부, 2부, Mothers, JASDAQ(Standard, Growth) 4개 증권 시장을 Prime, Standard, Growth 3개 시장으로 단순화하면서 각 시장 별로 유동성, 사업성과·재무상태, 기업지배구조 관련 상장 기준을 새롭게 설정했다.¹⁸⁾ 특히 Prime 시장의 경우 글로벌 투자자와의 건설적인 대화를 중시하겠다는 방침 하에 2021년 개정된 기업지배구조 모범규준의 실질적 준수를 요구함(일정 유예기간 동안 달성하지 못할 경우 상장폐지 가능성)으로써 상장 기업의 지배구조 요건을 대폭 강화하였다.

또한 2023년 1월 동경 증권거래소는 시장 재편 후속조치¹⁹⁾로 ① Prime 및 Standard 시장 상장기업에 대해 자본비용과 주가를 고려한 경영 실시, ② Prime 상장기업에 대해 주주와의 대화 활성화 및 관련 내용 공시, ③ 주주와의 건설적 대화를 위해 기업지배구조 공시 설명 의무 강화를 추진하겠다고 발표했다. 특히 PBR(Price to Book) 가이드라인으로도 불리는 첫 번째 후속조치는 PBR(주가순자산 비율, Price Book Value Ratio)이 1 미만인 기업 등 문제 기업들의 자본수익성을 개선하기 위해 Prime 및 Standard 시장 모든 상장기업에 대해 자본수익성, 성장성 등에 대한 관련 목표와 실행 계획을 기업지배구조 공시 등을 통해 마련·공시하고, 이에 대해 계속 투자자와 적극적으로 대화하도록 하는 한편 동경 증권거래소가 주기적으로 자본비용과 주가를 고려한 경영 실시를 위한 대책을 공개한 기업 명단을

17) Japan's stock market is forecast to have a transformational year in 2024, Goldman Sachs(2023.11.22.); Corporate governance reform points to opportunities ahead in Japan equities, Nikko Asset Management(2023.12.27.); Unlocking Hidden Value Through Engagement, Neuberger Berman, Harvard Law School Forum on Corporate Governance(2023.11.5.).

18) <https://www.jpx.co.jp/english/equities/improvements/market-structure/01.html>

19) <https://www.jpx.co.jp/english/equities/follow-up/01.html>

공포함으로써 기업에 간접적으로 준수를 압박하고 있는 것이 특징이다. 이때 주의할 점은 동경 증권거래소는 PBR 가이드라인과 관련해 PBR 1 미만이 계속되는 기업에 대해 상장폐지와 같은 처벌을 고려해 본 적이 없으며, 또한 (자산이 큰 기업이나 안정적인 수익이 계속되는 기업의 경우 PBR이 낮을 수 있기 때문에) 반드시 PBR 1 이상이 되기 위한 계획을 마련해 공시하라는 의미도 아님을 강조하고 있다.²⁰⁾ 즉 동경 증권거래소는 어디까지나 PBR 가이드라인은 자본비용을 고려하며 수익성을 높이는 기업 경영 환경을 조성하기 위한 것으로 기본적으로 기업들이 자율성을 바탕으로 기업 가치를 제고하도록 유연성 있게 접근하고 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

〈동경 증권거래소의 자본비용과 주가를 고려한 경영 대책 공시 기업 명단〉

As of January 31, 2024

Sector code	Sector	Market segment	Securities code	Company name	Disclosure status in compliance with the request	Change in disclosure status from last month	English disclosure
3200	Chemicals	Prime	4028	ISHIHARA SANGYO KAISHA,LTD.	Under consideration		
3200	Chemicals	Prime	4041	Nippon Soda Co.,Ltd.	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4042	TOSOH CORPORATION	Disclosed		
3200	Chemicals	Prime	4045	TOAGOSEI CO.,LTD.	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4047	KANTO DENKA KOGYO CO.,LTD.	Disclosed	From unlisted to "disclosed"	Available
3200	Chemicals	Prime	4061	Denka Company Limited	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4063	Shin-Etsu Chemical Co.,Ltd.	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4064	Nippon Carbide Industries Company Incorporated	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4088	AIR WATER INC.	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4091	NIPPON SANSO HOLDINGS CORPORATION	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4092	Nippon Chemical Industrial Co.,Ltd.	Under consideration		
3200	Chemicals	Prime	4099	SHIKOKU KASEI HOLDINGS CORPORATION	Disclosed	From unlisted to "disclosed"	Available
3200	Chemicals	Prime	4109	STELLA CHEMIFA CORPORATION	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4112	Hodogaya Chemical Co.,Ltd.	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4114	NIPPON SHOKUBAI CO.,LTD.	Disclosed		
3200	Chemicals	Prime	4116	Dainichiseika Color & Chemicals Mfg.Co.,Ltd.	Disclosed		
3200	Chemicals	Prime	4182	Mitsubishi Gas Chemical Company,Inc.	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4183	Mitsui Chemicals,Inc.	Disclosed	From unlisted to "disclosed"	Available
3200	Chemicals	Prime	4186	TOKYO OHKA KOGYO CO.,LTD.	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4188	Mitsubishi Chemical Group Corporation	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4202	Daicel Corporation	Disclosed		
3200	Chemicals	Prime	4203	Sumitomo Bakelite Company Limited	Under consideration	From unlisted to "under consideration"	Available
3200	Chemicals	Prime	4205	ZEON CORPORATION	Disclosed	From unlisted to "disclosed"	Available
3200	Chemicals	Prime	4206	Aica Kogyo Company Limited	Disclosed		Available
3200	Chemicals	Prime	4208	UBE Corporation	Disclosed	From unlisted to "disclosed"	Available

출처: JPX

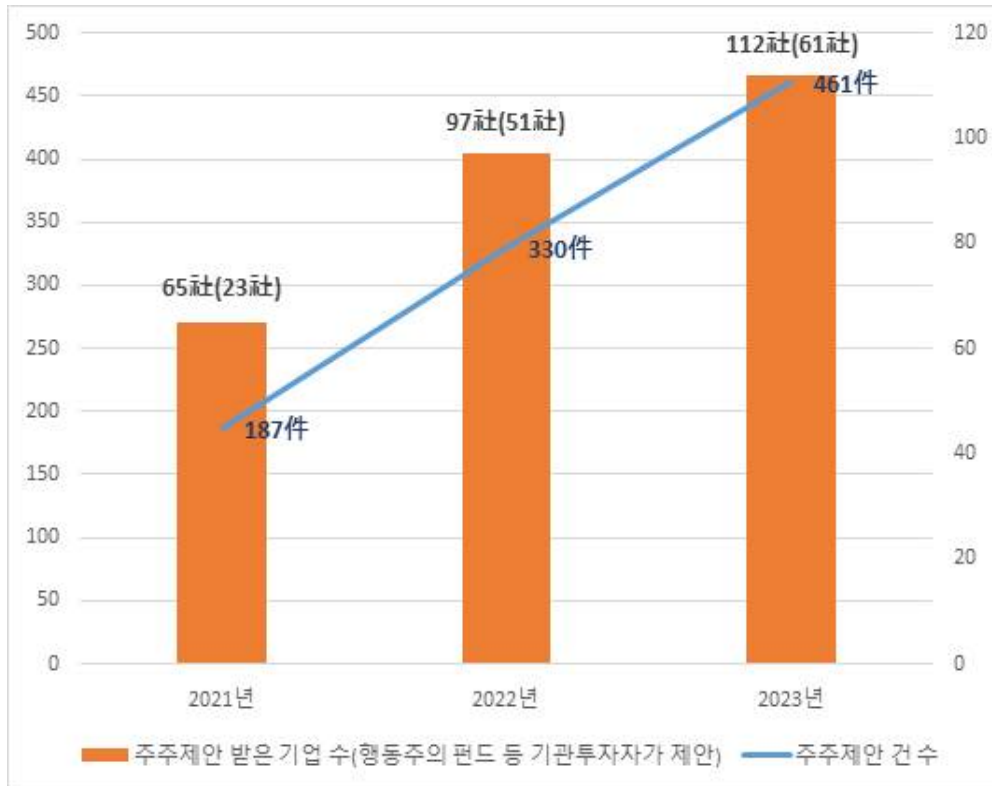
뿐만 아니라 일본 금융청(金融庁)도 2023년 4월 ‘기업지배구조 개혁 실증을 위한 실천프로그램’을 통해 현행 스튜어드십 코드 및 기업지배구조 모범규준 실효성을 제고하기 위한 개선 계획을 발표했으며²¹⁾, 2023년 8월 경제산업성(經濟産業省)도 ‘기업인수에 관한 행동지침’을 마련해 기업 인수의 적절성에 대한 이사회 판단

20) 東証が異例の要請「PBR1倍割れ改善」の"真意", 東洋経済 ONLINE (2023.4.27.)

21) コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム(「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(6))の公表について, 金融庁(2023.4.26.).

기준 등 M&A 전반에서 지켜져야 할 원칙을 제시하며 M&A 시장 활성화에 노력하고 있다.²²⁾

<일본 주주총회 주주제안 현황>



출처: 大和總研 자료를 바탕으로 재정리

이처럼 기업지배구조 요건을 강화하고 기관투자자와의 대화를 촉진하는 2가지 축을 통해 진행되고 있는 일본 규제당국의 기업 가치 제고 정책은 일본기업의 배당 및 자사주 매입을 크게 늘리며²³⁾ 주가를 부양하는 한편 기업에 대한 행동주의 펀드 공격도 활성화시키는 양상이다. 블룸버그에 따르면 행동주의 펀드의 표적이 된 일본 기업의 총 시장가치가 2022년 1170억 달러에서 2023년 2520억 달러로 2배 이상 증가했으며,²⁴⁾ 행동주의 펀드 등 기관투자자가 주주총회에서 주주제안을 한 기업 수 역시 2021년 23개사에서 2023년 61개사로 약 3배 증가했다.²⁵⁾ 자산소득 2배 계

22) 「企業買収における行動指針」を策定しました, 経済産業省 (2023.8.31.)

23) 企業配当最高15兆円 24年3月期、PBR1倍割れは是正へ, 日本経済新聞(2023.6.8); 企業配当最高の15兆円、株主還元なぜ強化? 日本経済新聞(2023.6.9.).

24) These Are the Activist Investors to Watch in Japan This Year, BNN Bloomberg (2024.1.9.)

25) 일본의 경우 주주제안 요건이 우리나라에 비해 완화되어 있어 일반 개인주주들의 주주제안 제기가 활발하다. 그러므로 전체 주주제안 건수 또는 주주제안이 제기된 회사 수 가운데 행동주의 펀드 등과 같은 기관투자자가 제기한 주주제안 현황을 구분해 분석하는 것이 필요하다.

획(資産所得倍増プラン)²⁶⁾을 추진하고 있는 기시다 정부에게 기관투자자는 기업을 압박할 수 있는 최고의 도구(best tool)라고 분석되는 상황에서,²⁷⁾ 일본 토종 행동주의 투자자로 유명한 무라카미 요시아키 역시 최근 일본 규제 변화로 인하여 향후 일본 내 주주행동주의는 더욱 강력해질 것이라 예상한 바 있다.²⁸⁾

뿐만 아니라 최근 일본 기업들이 행동주의 펀드들의 공격에 대대적으로 직면하게 되면서 이를 피하기 위해 비공개회사로 전환하는 사례도 늘어나고 있다. 2023년 7월 칼라일 그룹은 비상장으로 전환한 일본 기업이 2015년 47개사 대비 2022년 135개사로 3배 이상 증가한 사실을 주목하며 그 주요 원인을 행동주의 펀드 공격 강화에 있다고 지적했는데,²⁹⁾ 일본 내 행동주의 펀드를 비롯한 기관투자자가 기업의 경영에 적극적으로 개입·간섭하는 트렌드가 확산되면서 상장에 따른 기업 부담이 크게 증가했다는 분석이다. 일본 정부가 계속적으로 기관투자자의 스튜어드십 활동을 촉진하는 정책을 추진하고 있는 만큼 한동안 일본에서 상장기업의 비상장화 움직임은 활발하게 이어질 것으로 예상된다.³⁰⁾

2. 코리아 디스카운트 해소 논의

코리아 디스카운트란 한국의 기업이 가치에 비하여 주가가 저평가되는 현상을 의미한다. 오랜 기간 국내 주식시장의 고질적인 문제로 여겨졌던 코리아 디스카운트 이슈는 지난 1월 2일 2024년도 증권파생상품시장 개장식에 참석한 윤석열 대통령이 자본시장 규제 혁파를 통한 코리아 디스카운트 해소 의지를 피력하면서 다시 관련 논의가 급부상하고 있다. 코로나 기간 급증한 국내 개인투자자 수가 1440만 명(예탁결제원, 2022.1.1일 기준)에 이르면서 해묵은 코리아 디스카운트 이슈가 전면에 재등장한 셈이다.

사실 코리아 디스카운트 문제는 정부의 정책 이슈로 불거지기 이전부터 행동주의 펀드들이 해소 방안을 제시하며 드라이브를 걸고 있었던 사안이었다. 이미 2019년 일본에서 활동하는 미국 행동주의 헤지펀드 달튼 투자회사(Dalton Investment)는 최근 거론되고 있는 코리아 디스카운트 해소 방안을 정리해 한국 정부 및 의회에 공개서신을 공문화한 바 있으며, 지난 해 국내 토종 행동주의 펀드인 KCGI, 얼라인

26) https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/dabiplan2022.pdf

27) Japanese companies embrace shareholder activism as never before, NIKKEI Asia (2023.5.8.).

28) Japan activist group hails bourse reform as remedy for undervalued stocks, REUTERS (2023.5.1).

29) 経営の自由か乱用か、東芝など非上場化選ぶ企業増加 - 株主の圧力要因, Bloomberg (2023.8.10.)

30) Management buyouts by big companies on rise in Japan, the Japan Times (2024.1.21.)

파트너스 등도 상속세율 완화, 자사주 의무 소각 등을 적극 제언하기도 하였다.

이제 그동안 행동주의 펀드가 선봉장에 나서 주장했던 코리아 디스카운트 해소가 정부의 핵심 정책으로 자리 잡으면서 이제 행동주의 펀드의 공격은 그럴듯한 명분을 얻게 되었다. 기업의 장기 성장보다 이벤트 전략을 앞세워 단기 주가 상승을 통해 이익을 실현하는 행동주의 펀드의 본질이 희미해지면서, 앞서 살펴본 바와 같이 그렇지 않아도 국내외 행동주의 펀드 공격이 급증하고 있는 우리나라는 향후 일본과 같이 행동주의 펀드를 비롯한 주주행동주의가 더욱 힘을 얻어 왕성해질 가능성이 매우 높아진 상황이다. 특히 시장 플레이어 등을 통한 자율적인 제도 개선 보다 정부 주도의 정책이 일반적인 우리나라에서 앞으로 정부 영향 하에 있는 국민연금이 적극 나서 기업에 배당 제고, 자사주 소각 등 주가 부양을 요구할 경우³¹⁾ 이른바 연금사회주의와 주주행동주의 간 콜라보레이션을 통한 공세에 기업들이 어떠한 파급력을 얼마나 받게 될런지 가늠하기 어려워질 수 있어 주의할 필요가 있다.

〈코리아 디스카운트 관련 행동주의 펀드 제언〉

달튼 투자회사	<p>▶ 2019년 한국 정부 및 의회 공개서신</p> <ul style="list-style-type: none"> • 배당소득세, 상속 증여세 세율 인하 <ul style="list-style-type: none"> ① 대주주 배당소득세율 인하 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 현행 높은 종합소득세 세율(5억 초과시 45%)로 인해 배당을 유지하지 못하고 오히려 사익 편취, 일감몰아주기 등 부당한 부의 이전 유발(홍콩 배당소득세율 0%, 미국은 보통주 60일 보유시 최대 23.8%) ② 상속세 및 증여세율 인하 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 현재 최대주주 상속세율(최고세율 65%)이 너무 높아 기업들이 주가를 낮게 유지시키려고 하며, 이는 편법승계를 유발 • 자사주 매입 시 자동 소각 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 자사주 매수 시 소각하지 않는 것과 달리 자동 소각은 직접적으로 주주에게 주주환원 혜택을 제공 ✓ 미국 등 선진국에서 자사주 매입 시 소각은 매우 보편적 • 감사위원 분리선출, 전자투표 집중투표제 의무화 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 2018년 이사회 안건 부결비율이 0.4%로 지배주주 견제 필요 • 은행 금융지주사의 낮은 주주환원을 개선토록 규제 완화 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 국내 은행 금융지주사들이 수익성 및 자본건전성이 적정함에도 감독당국 규제에 의한 낮은 주주환원으로
------------	--

31) 예를 들어 법 개정을 통해 자사주 소각 의무를 강제하지 않더라도, 국민연금이 자사주 미소각 기업의 이사회 이사 후보에 대해 반대 투표를 던질 경우 상당한 파급효과를 미칠 것으로 예상된다.

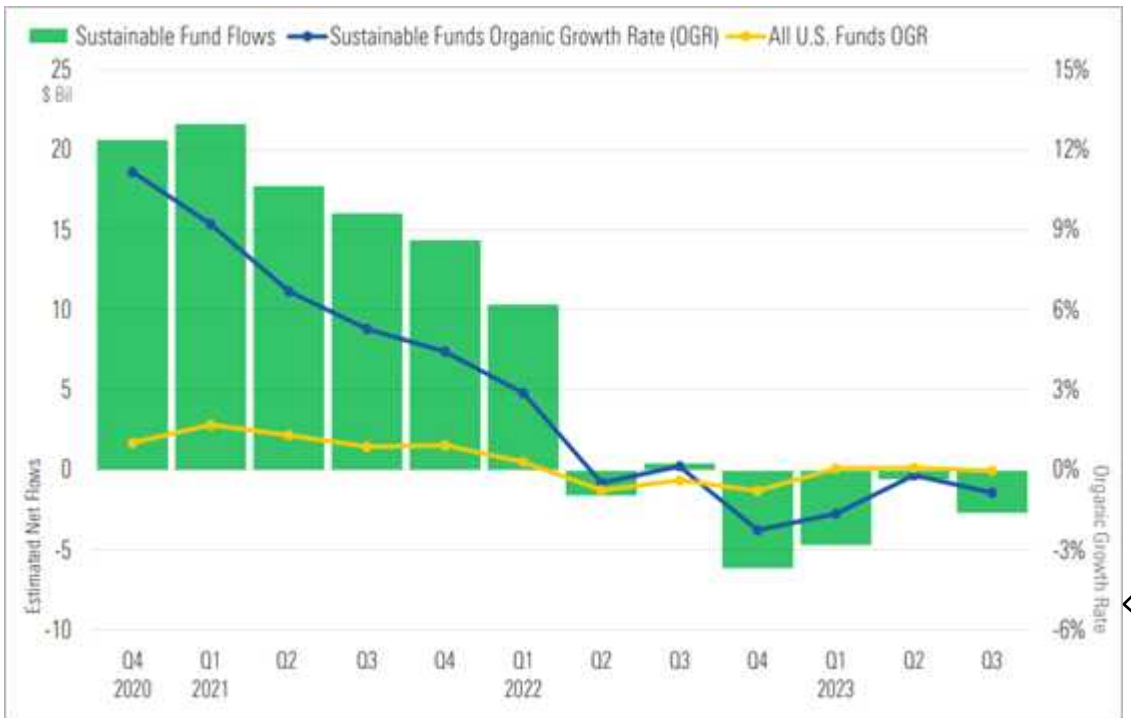
	<p>매우 저평가</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 평균 주주환원율이 25%로 해외 기업의 1/3 수준 ✓ 주주환원이 제한되어 잔여 자본으로 크게 매력적이지 않은 인수합병을 지속 추진하게 되는 경향 발생 <p>• 의무 공개매수 제안 제도 도입</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 의무 공개매수 제안 제도는 매수자가 기업을 인수하기 위해 지배주주 보유주식을 프리미엄을 주고 매입하는 경우 소수주주 주식도 동일한 가격으로 매수를 제의하도록 하는 제도 ✓ 인수 합병시 매수자가 지배주주 지분에 대해서만 높은 프리미엄을 지불하고 잔여 지분에 대해서는 저가 매수 또는 아예 매수하지 않는 경우가 종종 발생하는데, 이는 소수주주의 이익을 심각하게 침해(지배주주 지분 매수가격과 잔여 지분 매수가격 차가 2~4배) ✓ 유럽 및 아시아 국가 다수는 의무 공개매수 제도를 도입하고 있으며, 미국의 경우 법적으로 이사의 충실의무를 부여하여 소수주주의 이익이 침해되지 않도록 함
<p>얼라인 파트너스</p>	<p>▶ 2023.4.17. 이창환 대표 신동아 인터뷰</p> <p>“주식회사는 주식 보유 비율대로 이익과 손해가 'n분의 1'이 돼야 한다. 주주 평등 원칙이다. 잘 지켜지지 않는다. 대개 회사의 주인은 '오너'라고 생각한다. 실제로 모든 주주가 주인이다. 제도적 개선이 필요하다. (---) 다음으론 세금 제도를 개편해야 한다. 상속세 최고세율이 60%다. 너무 높다. 주가를 기준으로 세금을 매긴다. 어느 오너가 주가를 올리려 들까. 배당소득세율도 50%에 달한다. 배당하면 배당금 절반을 세금으로 반납한다. 배당 성향을 높일 이유가 없다. 이런 요소들이 모여 '코리아 디스카운트'를 만들고 있다. 제도를 바꾸는 건 쉽지 않지만 지금도 주주들이 힘을 모으면 개선할 수 있는 여지가 꽤 있다. 행동주의 펀드 활동도 그 일환이다.”</p>
<p>KCGI</p>	<p>▶ 2023.11.20. 강성부 대표 아시아경제 인터뷰</p> <p>“자사주를 매입하면 소각해야 하는데 그렇게 하지 않는다. 경영권 방어 목적으로 쓴다. 회사 돈으로 경영권 방어하는 나라다. 상속세를 낮춰주는 대신에 자사주를 매입하면 전부 의무 소각하게 해야 한다. 소각 의무화가 힘들다면 자사주를 매입하는 순간 시가총액에서 제외해야 한다. 미국은 지난 20년 동안 전체 주식시장의 주식 총수가 감소했다. 20% 이상 줄었다. 미국 주식에 투자해서 버는 이익의 40%는 자사주 매입 소각으로 버는 것이다. 나머지 40%는 주가가 올라서 버는 것이다. 마지막 20%는 배당으로 번다. 우리나라는 자사주 소각만 해도 코스피 4000포인트 바로 간다고 확신한다.”</p>

IV. ESG와 주주행동주의

1. ESG 전개 상황

2004년 UN 글로벌 콤팩트가 발간한 ‘Who Cares Wins’ 보고서에서 투자자들이 기업에 투자를 할 때 주의를 기울여야 할 요소로 처음 등장했던 ESG(Environmental · Social · Governance, 환경 · 사회 · 지배구조)는 기관투자자의 책임투자원칙인 UN PRI(Principles for Responsible Investment)을 통해 그 중요성을 널리 알리며 전 세계적으로 확산되었다. 하지만 최근 들어 블랙락 CEO 래리 핑크의 연례 공개서신³²⁾ 등 그간 기관투자자들이 견인하고 있었던 ESG 열풍이 잦아드는 모양새다.³³⁾

〈미국 지속가능 펀드 Flows〉



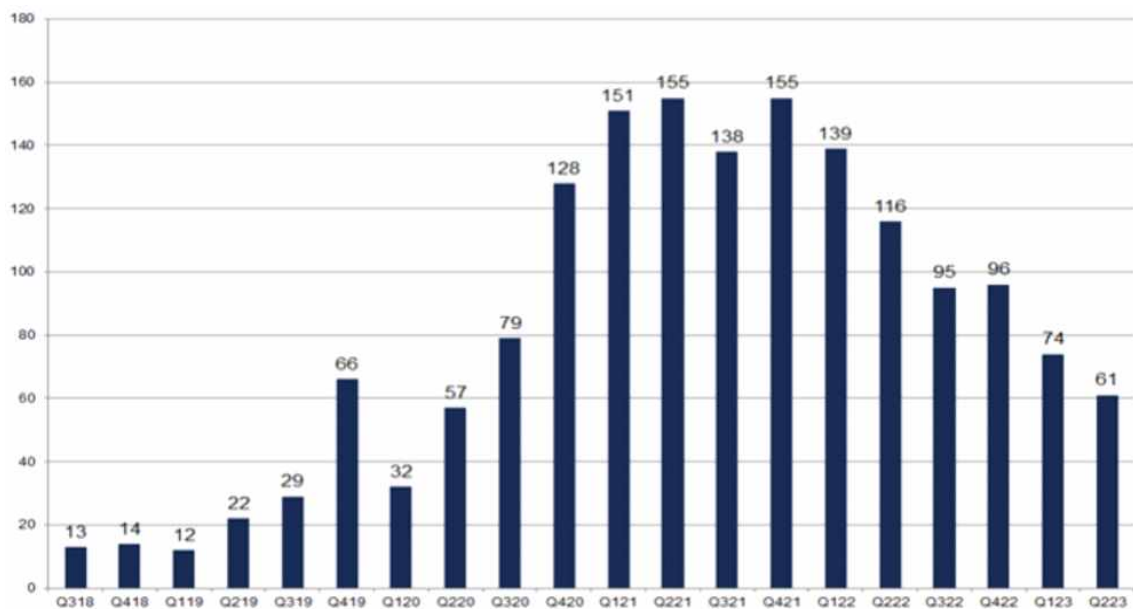
출처: Morningstar

32) 블랙락 CEO 래리 핑크는 2018년 A Sense of Purpose 제목의 연례 공개서신을 통해 기업의 장기적 성장과 사회적 기여의 중요성을 강조하기 시작, 2019년 Purpose & Profit, 2020년 A Fundamental Reshaping of Finance, 2021년 Net zero: a fiduciary approach, 2022년 The Power of Capitalism 서신을 통해 ESG 확산에 큰 기여를 했다. 하지만 위선자라는 ESG 옹호론자들의 비난과 함께 공화당 등 Anti ESG 세력의 반발에 부딪히면서 2023년 래리 핑크는 앞으로 ESG라는 용어를 더 이상 사용하지 않겠다고 밝혔다.

33) The Dramatic Downfall of ESG Investing, Yahoo Finance (2023.11.22.); ESG Is Dying Its Inevitable Death, RIA Advice (2023.7.21.)

펀드평가사인 모닝스타(Morningstar)에 따르면 에너지 가격 상승, 금리인상, 그린워싱 우려, 정치적 반발 등 복합적인 원인으로 미국의 지속가능 펀드에서 2022년 4분기부터 2023년 3분기까지 약 142억 달러가 순유출 되었다고 밝혔다. 또한 팩트셋(FactSet) 조사 결과 기관투자자와의 컨퍼런스콜에서 ESG를 언급하는 S&P 500 기업 수도 2023년 3분기 61개사로 2020년 2분기 57개사 수준으로 후퇴하며 2021년부터 계속 줄어들고 있다는 분석이다.

〈어닝콜 중 ESG 언급한 S&P 500 기업 수〉



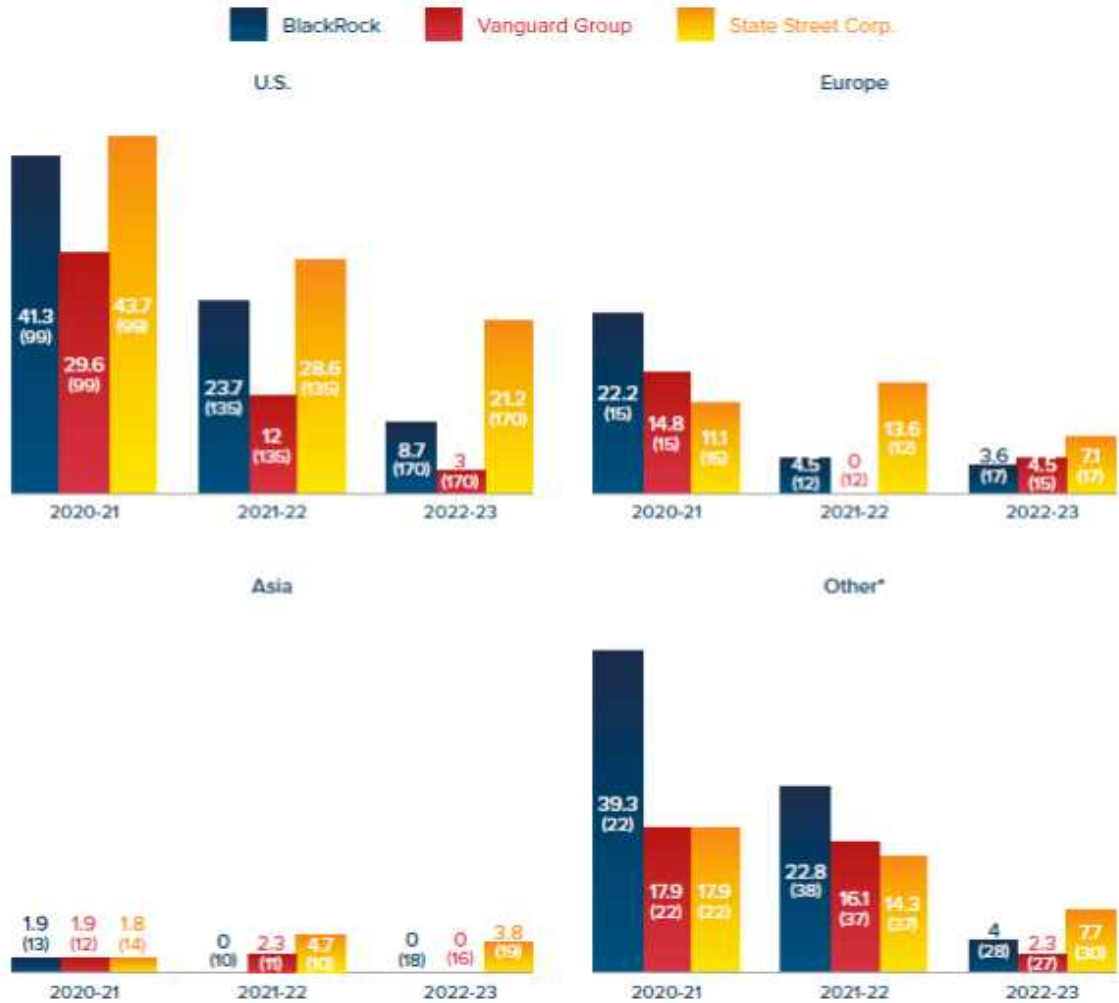
출처: FactSet

또한 ESG 확산에 앞장섰던 미국에 기반을 둔 글로벌 3대 기관투자자(블랙락·뱅크가드·스테이트 스트리트)가 2020년 하반기~2021년 상반기 주총을 기점으로 기업에 제기된 환경(E) 및 사회(S) 관련 주주제안 찬성 비율을 매년 축소하고 있는 것으로 드러났다. 이는 그동안 의결권 행사를 포함한 스튜어드십 활동을 통해 기업에 ESG 관련 영향을 끼치려 했던 기관투자자의 입장과 차이가 있는데, 최근 미국 37개주에서 최소 165개 Anti-ESG 법안이 발의되는 것³⁴⁾과 같은 ESG 반발에 대한 반응이라 분석되고 있다.³⁵⁾

34) 2023 Statehouse Report: Right-Wing Attacks on the Freedom to Invest Responsibly Falter in Legislatures, Pleiades Strategy(2023.6); DeSantis Signs Sweeping Anti-ESG Bill Targeting Funds, Banks, Bloomberg Law(2023. 5.3)

35) BlackRock, Vanguard, and State Street turned against environmental and social

<글로벌 3대 자산운용사의 E·S(환경·사회) 주주제안 찬성률>



*Africa, Australia, Canada, South America and Mexico

**For % is calculated from a denominator that includes meetings where the investor may have abstained or split its vote. Split votes are not included in support for a proposal.

출처: Diligent

뿐만 아니라 대표적인 ESG 행동주의 펀드로 알려졌던 인클루시브 캐피탈(Inclusive Capital)은 투자성과 저조로 인해 2023년 11월 섯다운 했고, 2021년 미국 석유 메이저 기업인 엑손모빌(ExxonMobil)에 대해 저조한 청정에너지 전환계획 등을 공격하며 0.02% 지분으로 이사 3명을 차지했던 엔진 넘버원(Engine No.1) 역시 더 이상 ESG 행동주의 투자 방식을 이어가지 않겠다고 발표했다. 세계적인 행동주의 헤지펀드 벨류액트 캐피탈 설립자인 제프 우벤(Jeff Uben)이 친환경적이고 사회적으로 가치있

proposals this year, a clear sign of backlash, Fortune (2023.10.31.)

는 기업 투자를 위해 밸류엑트를 나와 2020년 설립한 인클루시브 캐피탈은 최근 투자자들이 ESG 이슈보다 수익에 보다 중점을 두는 기류가 강해지면서 자금 조달에 어려움을 겪은 데다, 목재 펄렛 회사인 엔비바(Enviva), 독일 제약회사 바이엘(Bayer), 전기트럭회사 니콜라(Nikola) 등 투자기업의 주가 급락으로 큰 손실을 입으면서 폐쇄되었다.³⁶⁾ 또한 엔진 넘버원도 2023년 7월 브라질 비금속 광산에 7억 8천만 달러 투자하고, Transform Climate ETF 등을 TCW 자산운용사에게 매각하면서 기존 ESG 행동주의 펀드에서 태세를 전환했다.³⁷⁾ (참고로 엔진 넘버원은 2022년 이후 중심 투자 그룹인 팔로우 디스(Follow This)가 엑손모빌에 제안한 Scope 3를 포함한 탄소 감축을 요구하는 주주제안에 대해 반대했는데 이에 대해 ESG 활동가들로부터 엔진 넘버원의 캠페인이 단순한 홍보에 불과했다는 비난을 받기도 했다.)

<글로벌 지속가능 펀드 Flow>



출처: Morningstar

하지만 ESG 후퇴 기조가 불거지고 있는 미국과 달리³⁸⁾ 유럽에서는 여전히 ESG가 지속적으로 확산되는 추세이다. 비록 2~3년 전과 비교해 펀드 유입 금액은 줄었지만 여전히 유럽에서는 지속가능 펀드에 2023년 3분기에만 약 153억 달러가 유입되

36) Activist investor Ubben shutting down Inclusive Capital-sources, Reuters (2023.11.30.); Why investors failed to embrace Jeff Ubben's Inclusive Capital, FT (2023.12.6.)

37) Exxon nemesis Engine No. 1 drops activism in hunt for new identity, FT (2023.8.9.)

38) ESG has lost its meaning. One advocate says let's throw it in the trash, CNN Business (2023.10.3.)

면서 ESG 투자를 늘려가고 있다.³⁹⁾ 또한 E·S(환경·사회) 주주제안 찬성률 감소와 관련해서도 최근 주주제안이 급증하면서 지나치게 규범적이거나 경영진에 과도한 제약을 가하는 제안 및 중복 혹은 경제적 가치가 없거나 부족한 제안도 크게 늘어났다고 지적하며 이로 인해 기관투자자들의 지지율이 감소했다는 분석도 제기된다. 근래 스투어드십 정책 또는 투자 정책을 바꾼 바가 없는 대형 기관투자자의 경우 ESG 반발 기류를 고려해 주의 깊게 주주제안을 검토하되 수준 높은 E·S(환경·사회) 주주제안에 대해서 지지하겠다는 입장은 예전과 동일하다는 것이다.⁴⁰⁾ 2023년 3월 스타벅스 주주총회에서 사측의 노조 활동 방해와 관련해 트릴리엄 자산운용사와 뉴욕주 연기금이 제기한 “결사의 자유와 단체 교섭권 준수 여부에 대해 제3의 독립적인 감독관을 통한 검토 실시” 주주제안이 과반 이상 지지를 받아 통과된 바 있다.⁴¹⁾ 한편 ESG 대표 행동주의 펀드 몰락에도 여전히 행동주의 펀드가 기업에 ESG 이슈 개선을 요구하거나 또는 ESG 이슈를 빌미로 공격하는 사례가 발생하고 있다는 점도 주의할 필요가 있다. 2022년 11월 호주 최대 전력회사인 AGL에너지 주총에서는 2030년까지 석탄발전소 폐쇄를 주장하는 기후 행동주의자(IT 억만장자 캐논 브룩스, 11% 보유) 측 이사 4명이 선임되었으며,⁴²⁾ 2022년 5월 칼 아이칸은 맥도날드가 햄버거 원료로 사용하는 동물 복지 관련 문제를 삼으며 위임장 쟁탈전을 통해 이사회 진입(2명 이사 후보 제안)을 시도했지만 실패하기도 했다.⁴³⁾

이처럼 ESG 투자와 관련해 미국과 유럽 간 온도 차이가 존재하고 제한적으로 ESG 활동성이 약화된 부문이 있는 것으로 확인되지만, 이어 살펴 볼 EU가 선도하고 있는 ESG 규제 도입 현황 등을 고려할 때 향후 시장에서 ESG 개념이 보다 명확해지고 점차 그린워싱 문제 역시 개선되면서 탄소 감축 이슈를 비롯한 ESG 요인을 둘러싼 투자자의 기업에 대한 압박은 더욱 커질 것으로 예상된다.⁴⁴⁾

2. ESG 관련 주요 규제

EU는 ESG를 경제 성장 동력을 삼고 지속가능한 경제로 탈바꿈하기 위한 지속가

39) Decline in support for shareholder activism, FT (2024.1.13.)

40) Russell 3000 기업에 제출된 주주제안이 2019년 339건에서 2023년 513건으로 약 144% 증가, 투표 실시한 주주제안은 2019년 162건에서 2023년 311건 증가, 주총 통과율은 2019년 4.3%에서 2023년 2.2%로 하락 A Review of the 2023 Proxy Season: An E&S Backlash?, Shearman & Sterling LLP, Harvard Law School Forum on Corporate Governance(2023.12.21)

41) Starbucks shareholders approve review of labor union practices, REUTERS (2023.3.30.)

42) Australia's AGL Energy To Accelerate Exit From Coal Power As Billionaire Activist Installs Board Nominees Forbes (2022.11.14)

43) Carl Icahn loses proxy fight with McDonald's over pig welfare, FT (2022.5.27.)

44) ESG investing is dying. That's not a bad thing, CNN Business (2023.4.28.); The Demise of ESG—Real or Rumor?, Franklin Templeton (2023.12.12.)

능금융 체계 구축에 박차를 가하는 중이다. 2018년 3월 지속가능금융 액션플랜을 발표한 이후 2019. 12월 출범한 EU 집행위원회(우르줄라 폰 데어 라이엔 위원장: 2019.12~2024.11)는 새로운 성장 전략 첫번째로 유럽 그린딜(European Green Deal)을 제시하면서 2020. 3월 유럽 기후법(European Climate Law)⁴⁵⁾을 제안했다. 이후 2020. 7월 녹색분류체계(Taxonomy Regulation) 발표, 2021. 3월 SFDR(Sustainable Finance Disclosure Regulation, 지속가능금융 공시) 시행, 2022년 2월 EU 집행위원회 CSDDD(Corporate Sustainability Due Diligence Directive, 공급망 실사법) 발의 등 굵직한 ESG 관련 규제를 입법 완료 및 진행 중에 있다. 사실 현재 EU의 지속가능한 성장 추구 및 이를 뒷받침하기 위한 정책·법제 마련은 이전 집행위원회 체제에서도 꾸준히 논의되던 사항이었다. 2022년 11월 통과된 CSRD(Corporate Sustainability Reporting Directive, 기업 지속가능성 공시)의 경우 2014. 10월 제정된 NFRD(Non-Financial Reporting Directive, 비재무정보 공시) 개정 작업으로, EU는 2014년 당시에도 추진력과 우선순위가 달랐을 뿐 ESG를 CSR 정책이자 신성장 전략으로 중시하며 관련 규제 구축 작업을 진행했었다. 그래서 EU가 2015년 파리협정과 UN 지속가능개발목표(Sustainable Development Goals: SDGs) 이후 전 세계적으로 확산되는 ESG 관련 법제 분야를 선도하고 있는 것은 당연한 결과라고 볼 수 있다.⁴⁶⁾

〈EU의 ESG 관련 주요 규제〉

법률명	내 용
Taxonomy (녹색분류체계) * 2020. 7월 발효	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 환경 관점에서 지속가능한 경제활동 즉 친환경 목적에 이바지하는 경제활동이 무엇인지 분류·판별하는 프레임 ▶ 친환경 목표 <ul style="list-style-type: none"> ① 기후변화 완화 ② 기후변화 적응 ③ 수자원, 해양자원의 지속가능한 사용과 보호 ④ 순환경제로의 전환 ⑤ 오염 예방과 관리 ⑥ 생물다양성과 생태계의 회복과 보호 ▶ 목표별 판단 기준 <ul style="list-style-type: none"> ㉠ 6가지 환경목표 중 하나 이상에 대해 상당한 기여할 것 ㉡ 기여한 환경목표 이외에 다른 목표에 중대한 피해를 발생시키지 않을 것(DNSH: Do No Significant Harm 기준)

45) 2021.6.30일 채택된 유럽 기후법은 2050년 탄소 중립 달성을 목표로 2030년까지 1990년 대비 온실가스 배출량 55% 감축을 중간 목표로 설정하고, 이를 달성하기 위해 기후변화 관련 유럽과학자문위원회의 역할과 기능, 기후변화 적응을 위한 연합전략 수립, 검토 및 평가 등을 규정하였다. REGULATION (EU) 2021/1119 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 30 June 2021 establishing the framework for achieving climate neutrality and amending Regulations (EC) No 401/2009 and (EU) 2018/1999 ('European Climate Law')

46) EU의 ESG 규제 주요 내용, 김수연, BFL (2021.9)

	<p>㉔ 최소안전기준(Minimum Safeguards, OECD 다국적기업 가이드라인, ILO 협약, UN 인권과 기업활동 지침 등)에 부합하는 경제활동일 것</p> <p>㉕ 기술심사기준(Technical Screening Criteria)에 충족</p>
<p>SFDR (지속가능금융 공시)</p> <p>* 2021. 3월 발효</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▶ EU 역내 금융기관에게 투자상품의 지속가능성 정보를 의무화 ▶ SFDR은 2018년 지속가능금융 액션 플랜의 7번째 기관투자자의 지속가능성 관련 의무(fiduciary duty) 강화 작업의 하나로 금융기관이 투자 내지 투자 자문사 지속가능성을 어떻게 고려하고 있는지 소비자(최종 투자자)에게 공시할 것을 요구 <ul style="list-style-type: none"> • 기후변화·지속가능성에 대한 투자자의 인식·수요 제고 및 금융기관에 책임 부여, 그린워싱 행위 방지, 책임 있고 지속가능한 투자 촉진 목적 ▶ 자산운용사를 비롯해 은행, 연기금, 보험회사 등 EU 금융기관은 2가지 형태의 공시를 새롭게 부담 <ul style="list-style-type: none"> • 금융회사 단위 : 투자기업 결정시 고려하는 지속가능성 관련 위험 식별·평가 및 해당 결과가 투자판단에 반영되는 방법 등 설명 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 공시방법은 자사 웹사이트 ✓ 지속가능성이 투자결정에 통합되는 방식·정책 ✓ 지속가능성 관련 주요 부정적 영향(Principal Adverse Sustainability Impacts, 이하 PAIs) 지표, PAIs 식별·실사 정책과 투자 반영 방법, 만약 PAIs를 투자결정에 반영하지 않을 경우 해당 사유를 설명(C/E) ✓ 지속가능성 관련 리스크 통합과 연계된 보상 정책을 공시 • 금융상품 단위 : 지속가능성 관련 위험으로부터 영향을 받을 수 있는 일반 금융상품 및 ESG를 투자 목표로 삼고 있는 금융상품에 대해 지속가능성 관련 정보를 공개 <ul style="list-style-type: none"> ✓ ESG를 표방하며 EU에서 판매되는 금융상품 뿐 아니라 일반 금융상품에 대해서도 지속가능성 관련 공시를 요구(지속가능성 특성을 촉진하지만 지속가능한 투자를 목표로 하지 않는 8조 상품(라이트 그린), 지속가능한 투자를 주요 목표로 하는 9조 상품(다크 그린) 및 8조 및 9조에 포함되지 않는 6조 일반금융상품으로 구분) <ul style="list-style-type: none"> ✓ 공시 방법은 계약 전 공시(pre-contractual documentation, e.g., brochures), 정기 공시(periodic reports), 웹사이트
<p>CSRD (기업 지속가능성 공시)</p> <p>* 2023. 1월 발효</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 2022년 11월 28일 EU 는 기존 NFRD 개정안인 CSRD을 최종 승인 ▶ 적용 대상 <ul style="list-style-type: none"> • EU 시장에 상장된 기업 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 단 초소형(Micro) 상장기업은 제외(초소형 기업은 직

	<p>원 10인 이하, 70만 유로 순매출 이하, 자산총액 35만 유로 이하-3가지 요건 중 최소 2개 충족 기업)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 대기업 및 대기업 그룹의 EU 모회사 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 대기업 기준은 회계연도 기간 평균 직원 250인 초과, 4천만 유로 순매출 초과, 자산총액 2천만 유로 초과-3가지 요건 중 최소 2개 충족하는 기업을 의미, 상장·비상장 포함 ✓ 대기업 그룹은 연결기준으로 대기업 요건 충족 • 일정한 非EU 기업 <ul style="list-style-type: none"> ✓ (1) 연결 혹은 별도기준으로 지난 2개년 회계연도 연속 EU에서 1억 5천만 유로 순매출이 초과 발생하고, (2) 이전 회계연도에 4천만 유로 순매출을 초과하는 EU 지사(branch) 또는 CSRD이 적용되는 자회사(대기업이거나 EU 시장에 상장된 기업(초소형 기업 제외))가 있는 경우 해당 非EU 기업도 적용 <p>▶ 특징</p> <ul style="list-style-type: none"> • CSRD는 기존 비재무(Non-Financial) 정보라는 명칭이 환경, 사회 요소가 기업 재무 성과와 관련성이 없다는 오해를 불러일으킬 수 있다고 지적하며 지속가능성(Corporate Sustainability) 정보 공시로 명칭을 변경 • 2014년 NFRD 제정 이후 진전된 EU ESG 정책과의 연계성 보완 등을 위해 지속가능성 공시 정보의 신뢰성, 일관성, 접근성, 비교가능성을 강화하는데 중점을 두어 공시 적용 대상 기업 범위 및 공시 항목을 대폭 확대하고, 구체적인 지속가능성 정보 공시 기준(ESRS)을 제 공해 이에 따라 보고 강제 • CSRD는 NFRD에서도 견지되었던 이중 중요성을 더욱 강조하면서, 제3자를 통한 검증을 의무화하고 표준화된 디지털 포맷(European Single Electronic Format)에 맞춰 정보를 공개하도록 하고 있는 것이 특징 • 구체적인 공시 항목은 EFRAG(European Financial Reporting Advisory Group)을 통해 마련 <p>▶ CSRD가 경영 보고서(management report)를 통해 공개하도록 요구하고 있는 주요 공시 내용</p> <ul style="list-style-type: none"> • [전략] 지속가능성 이슈 관련 위험에 대한 사업 모델 및 전략의 탄력성, 지속가능성 이슈 관련 사업 기회, 사업 모델과 전략이 2050년 기후 중립 달성 목표 달성과 파리 협정에 따른 지구 온도 1.5도씨 이하로 상승 제한 및 지속가능 경제로의 전환과 양립하는 사업 모델과 전략을 보장하기 위한 계획(실행 및 투자계획), 사업 모델과 전략이 이해관계자들의 이익과 지속가능성 이슈에 대한 사업적 영향을 어떻게 반영하는지 여부, 지속가능성 이슈와 관련한 전략 실행방법 • [목표] 최소 2030년과 2050년 온실가스 절대 배출량 감축 목표를 포함해 지속가능성 관련 기한별 목표 및
--	---

	<p>달성 관련 진행 상황</p> <ul style="list-style-type: none"> • [지배구조] 지속가능성 이슈와 관련해 행정·경영·감독 조직 구성원의 역할 및 그러한 역할 수행을 위한 전문성·기술 보유 또는 접근 가능 여부 • [정책] 지속가능성 이슈와 관련된 정책 • [인센티브] 지속가능성 이슈와 연계해 행정·경영·감독 조직 구성원에게 제공되는 인센티브 제도 정보 • [실사(Due Diligence): 절차, 영향, 구제] 지속가능성 이슈 관련 자사의 사업 활동 및 가치 사슬(제품·서비스, 사업 관계, 공급망 포함)과 연관된 주요 실질적·잠재적 부정 영향을 식별, 모니터링하고 실질적·잠재적 부정 영향을 예방, 완화, 구제 또는 해소하는 실사 절차 및 관련 정보 • [위험] 지속가능성 관련 주요 위험 및 이를 관리·대응하는 방법 • [근로자 대표와 소통] 경영진은 근로자 대표에게 지속가능성 정보를 알리고 관련 정보의 입수·검증 방법을 논의해야 하며, 근로자 대표의 의견이 행정·경영·감독 조직에 전달 요구
<p style="text-align: center;">CSDDD (공급망 실사법)</p> <p style="text-align: center;">* 심사 진행 중</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 자사, 자회사 및 협력사(비즈니스 파트너) 대한 부정적 영향을 식별, 예방 및 대응하도록 기업실사를 강제 ▶ 현재 구체적인 법안 발의안 미공개(논의 중) ▶ 적용 대상 <ul style="list-style-type: none"> • 일정 규모 이상의 EU 역내기업과 역외기업 • EU 역내기업의 경우 순매출(고위험군 업종의 경우 매출이 낮아도 대상이 됨)과 근로자 수 기준 적용 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 집행위원회 안 기준으로 그룹 1(근로자 500명 초과 & 전 세계 순매출 1.5억 유로 초과), 그룹 2(근로자 251~500명 이하 & 전 세계 순매출 4천만 유로 초과 & 순매출액 중 2천만 유로 이상 고위험산업군 발생) • EU 역외기업은 EU 내 순매출액 및 고위험군 기준 적용 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 집행위원회 안 기준으로 그룹 1(EU 역내 순매출액 1.5억 유로 초과), 그룹 2(EU 역내 순매출액 4천만 유로 초과, 순매출액 중 2천만 유로 고위험산업군 발생) • 고위험산업군은 섬유, 농업, 식품제조, 광물, 건설 등 ▶ 주요 내용 <ul style="list-style-type: none"> • 공급망 실사 내재화 : 실사의무를 기업 정책 및 Risk 관리체계에 통합 • 부정적 영향 평가 : 인권·환경 관련 실제적, 잠재적 부정적 영향의 식별 • 부정적 영향 관리 : 잠재적 부정적 영향의 예방, 완화조치 수립 및 이행 • 부정적 영향 제거 : 실제적 부정적 영향 발견시 심각성과 기업활동에의 기여도에 비례하여 부정적 영향 제거

	<ul style="list-style-type: none"> • 고충처리 절차 : 이해관계자 등 정당한 이의를 제기할 수 있도록 고충처리 절차 확립 • 모니터링 및 평가 : 자사, 자회사, 협력사의 공급망 실사 운영 및 조치에 대한 정기적인 평가 수행 • 실사이행 공개 : 실사의무 이행에 대한 보고서를 기업 웹사이트 등에 공시
--	---

미국 역시 상장기업들의 온실가스 배출량을 비롯해 기후위기로 인한 사업상 중요영향 등을 포함한 정보, 재무제표 주석 상 기후 관련 재무지표 메트릭스 공시 및 관련 검증(attestation)을 의무화하기 위해 2022년 3월 21일 SEC 공시규칙 개정안((Regulation S-K, Regulation S-X)을 발표했다⁴⁷⁾. 제안 당시 SEC 의장 게리 겐슬러는 “이번 공시 개정안이 기후위기로 초래될 수 있는 기업들의 재무적 위험에 대해 투자자에게 일관되고 신뢰할 수 있는 정보를 제공함으로써 결과적으로 기업과 투자자 모두에게 도움이 될 것” 이라 밝혔지만, SEC 위원인 헤스터 피어스는 “우리는 아직까지 증권·환경 위원회가 아니다(We are Not the Securities and Environment Commission - At Least Not Yet)” 라는 입장문을 통해 강한 반대 의견을 제시했다. 규칙안 제정 논의 당시 강한 반대에 부딪혔던 SEC 기후공시 규칙안은 이후 2년간 법률 이슈⁴⁸⁾, 기업 부담⁴⁹⁾ 등 ESG에 대한 반발로 개정되지 못하고 계속 논의를 이어오다 2023년 3월 6일이 되어서야 Scope 3 배출량을 제외하는 등 공시 범위·요건을 크게 완화한 내용으로 수정해 최종 채택하였다.⁵⁰⁾ 이처럼 미국은 비단 ESG 투자에서 뿐 만 아니라 규제 도입에 있어서도 EU와 상당한 차이가 발견된다.⁵¹⁾

한편 2021년 11월 IFRS(International Financial Reporting Standards, 국제회계기준) 재단은 ISSB(International Sustainability Standards Board, 국제지속가능성기준위원회)를 설립해 국제적으로 통일된 단일한 ESG 공시기준 개발을 추진, 2023년 6월 지속

47) SEC, SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>(2022.9.12, last visited). 자세한 내용은 미국 SEC 기후공시 규칙안의 주요 내용과 시사점, 김수연, 법학연구 (2022.9) 참조.

48) Major Questions Doctrine (“중요한 사회정책은 적법한 절차에 의해 선출된 의회에 의해 결정되어야 한다”) 위반 가능성, Scope 3 배출량과 같이 상세하고 광범위한 정보가 과연 SEC가 공시를 강제할 수 있는 정보로서 투자자에게 공시 되어야 할 만큼 중요한지(materiality)에 대한 의문, 기업 운영과 관련한 매우 주관적이고 기업 가치를 평가절하할 가능성이 있는 의견 제시를 강제할 여지가 있어 수정헌법 1조가 금지한 강요된 발언(unconstitutional compelled speech)에 해당된다는 견해, 비용-편익 분석(Cost-Benefit Analysis)과 같은 경제적 분석을 제대로 수행하지 않았다는 비판 등 제기

49) 미국 상공회의소는 SEC 기후공시 규칙 준수를 위한 이행 비용이 기존 기업이 부담하는 총 공시비용의 2.5배 이상 증가할 것이라 우려하며 총 비용 부담액이 약 39억 달러에서 102억 달러까지 증가하게 될 것이라 예상했다. U.S. Chamber of Commerce Letter (2022.4.14)

50) SEC Adopts Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors, SEC Press Release (2024.3.6.)

51) 2023년 10월 미국 캘리포니아 주지사 개빈 뉴섬이 Climate Corporate Data Accountability Act(SB 253)와 Climate-Related Financial Risk Act(SB 261)을 승인했지만, 주지사조차 실제 이행과 관련해 기업들의 공시 비용 부담, 공시 관련 일관성 부족 등을 우려하며 보완 필요성을 언급했다.

가능성 공시기준 1 일반요구사항(IFRS S1)⁵²⁾과 지속가능성 공시기준 2 기후관련공시 (IFRS S2)⁵³⁾를 발표했다. 우리나라 역시 2022년 KSSB(Korea Sustainability Standards Board, 한국지속가능성기준위원회)를 설립해 IFRS 지속가능성 공시를 준비 중이다. 금융위원회는 당초 2025년부터 도입 예정이었던 ESG 공시를 기업 부담 등을 고려해 2026년으로 1년 연기했지만, 제재 부담이 적은 거래소 공시 및 기후 분야 적용 우선 검토 등을 고려해 올해 3~4월 중 ESG 공시기준 초안을 공개할 예정이다.

미국을 중심으로 한 일부 ESG 후퇴 기조 속에서도 EU는 ESG 규제를 속속히 도입하며 ESG 확산에 주력하고 있다. 우리나라 역시 투자자가 기업의 ESG 정보를 정확하고 용이하게 알 수 있도록 IFRS가 설계한 ESG 공시 도입을 예정하고 있는바 수 년 내에 탄소배출 감축, 인권 이슈 등이 보다 중요해질 가능성이 상당하다. 비록 ESG 반발 기류도 감지되지만, 특히 수출기업, 대기업, B2C 기업의 경우 ESG 관련 규제 도입에 앞서 투자자 관점에서 중요한 ESG 이슈들을 선별해 지속적으로 점검·관리할 필요가 있다.

52) 일반목적재무보고의 주요이용자가 기업에 자원을 제공하기 위한 의사결정에 유용한 모든 지속가능성 관련 위험과 기회에 관한 정보를 공시하도록 요구. 단기, 중기 또는 장기적으로 기업 전망(현금흐름, 자금조달 또는 자본비용)에 영향을 미칠 것으로 합리적으로 예상할 수 있는 지속가능성 관련 위험 및 기회에 대한 공시 항목 제시

53) 이용자가 기업에 자원을 제공하기 위한 의사결정을 할 때 유용한 기후 관련 위험 및 기회에 대한 정보를 제공토록 요구. 단기, 중기 또는 장기적으로 기업의 전망에 영향을 미칠 것으로 합리적으로 예상할 수 있는 기후 관련 위험 및 기회에 대한 공시항목 제시

V. 시사점

최근 우리나라에서 행동주의 펀드가 활성화되고 있다. 2019년 8개 회사에 대해 진행되었던 행동주의 캠페인은 5년 만에 9배 이상 증가해 2023년에는 77개 회사가 행동주의 펀드 공격을 받았다. 같은 기간 일본은 약 1.5배 증가(2019년, 68개사→2023년, 103개사), 미국은 유사한 수준(2019년, 543개사→2023년, 550개사)을 기록한 것을 볼 때 우리나라 행동주의 펀드는 그야말로 눈부신 성장세를 나타내고 있다.

이런 상황에서 국내외 행동주의 펀드들이 예전부터 앞장서 주장해왔던 코리아 디스카운트 해소 논의가 정부의 핵심 정책으로 부상하게 되었다. 사실 코리아 디스카운트는 오래 전부터 한국 증시의 고질적인 문제로 논의되었던 해묵은 과제였는데, 코로나 팬데믹 이후 개인투자자가 1400여만 명 급증하게 되면서 경제 문제에서 정치적 아젠다로 확장되며 힘을 받게 된 것이다. 이에 2월 26일 정부는 일본 사례를 벤치마킹한 기업 밸류업 지원방안을 발표했다. 기업 밸류업 지원방안의 기본 틀은 행동주의 펀드 및 기관투자자를 활용하여(즉 스튜어드십 활동을 통해) 기업에게 자율적으로 자본수익성, 성장성 등 가치를 제고하도록 압박하겠다는 것으로 PBR 가이드라인과 관련해서는 더 나아가 일본에서 없는 상장폐지가 논의 될 만큼 큰 주목을 받았다.⁵⁴⁾ 수 년 전부터 기업 가치 제고 정책을 추진했던 일본은 행동주의 펀드를 비롯한 기관투자자가 주주제안을 제기한 기업 수가 2021년 23개사에서 2023년 61개사로 약 3배 증가하며 행동주의 공격이 급증하는 한편 투자자 압력으로부터 벗어나기 위해 비상장으로 전환하는 기업 수도 크게 늘어나고 있는 상황이다. 일본과 유사한 제도 도입을 예정하고 있는 우리나라 역시 기업의 장기 성장보다 단기 주가 상승을 통해 차익을 실현하는 행동주의 펀드의 본질이 코리아 디스카운트 해소라는 정당성을 부여받으며 최근 거세지고 있는 행동주의 펀드 공격에 더욱 불을 붙이게 될 것이라는 예상이 어렵지 않다. 특히 우리나라는 국내 시장에서 막대한 영향력을 가진 국민연금(NPS, National Pension Service)이 정부 영향 하에 있으므로, 앞으로 연금사회주의와 주주행동주의가 결합되어 영향을 미칠 가능성도 염두에 둘 필요가 있다.⁵⁵⁾

또한 주주행동주의의 주요 테마로 자리 잡았던 ESG도 여전히 기업의 점검해야 할

54) 정부는 2.16일 기업 밸류업 지원방안과 관련해 일본과 달리 밸류업 노력을 스튜어드십 코드에 반영했다고 강조하며 이는 일본보다 더 강한 정책 잠재력을 가진 것이라 밝혔다. 기관 '스튜어드십 코드' 통해 밸류업 유도한다. 서울경제 (2024.2.28.); 하지만 일본은 2014년에 제정한 스튜어드십 코드를 이미 2017년, 2020년 2차례 개정을 통해 주주권 행사 범위, 방법 등을 강화했으므로, 현행 일본 스튜어드십 코드에 밸류업 관련 기관투자자의 관여활동이 이미 반영되었다고 보는 것이 정확하다. 반면 우리나라의 경우 2016년 말 스튜어드십 코드 제정 이후 한차례 개정도 이루어지지 않았다.

55) 일본의 공적연금인 GPIF는 내국주식 투자분의 주주권 행사를 100% 외부 자산운용사 펀드에 위탁하지만, 국민연금은 내국주식 투자분에 대한 주주권을 직접(수탁자책임위원회 등 활용) 행사한다.

위험 요인이다. 비록 미국을 중심으로 ESG 반발 기류가 나타나고 있지만, 유럽은 계속적으로 ESG 투자를 확대하고, CSRD, CSDDD 등과 같은 ESG 관련 규제를 도입에 박차를 가하고 있는 중으로 국내에서도 IFRS의 지속가능성 공시 도입을 앞두고 있는 상황이다. 공시를 비롯한 ESG 관련 규제들이 자리 잡게 될 경우 시장에서 ESG 개념이 보다 명확해지고 그린워싱 등 관련 문제 역시 점차 개선되면서 탄소배출 감축 및 인권 이슈 등 ESG 요인을 둘러싼 투자자의 기업에 대한 압박은 더욱 커질 것으로 예상된다.

이처럼 주주행동주의가 量(양)·質(질)·力(력)에서 더욱 강력해질 것으로 예상되는 상황에서 기업은 어떤 대비가 필요할까. 무엇보다 기관투자자와 소통을 활성화할 필요가 있다. 분할·합병 등 특별한 이슈가 없더라도 능동적으로 기관투자자와 질의·대화를 통해 다양한 정보를 수집하고 투자자 니즈를 파악해 소통·개선함으로써 기관투자자와의 돈독한 관계를 유지하는 것은 행동주의 펀드 공격에 대한 효과적인 방어이기도 하다. 특히 앞서 주주행동주의를 경험한 미국에서 기관투자자들은 보통 IR에 참여하는 CFO 외에 이사회 이사들과의 소통을 강하게 요구하고 있는데, 주주의 이익을 보호하고 대변하기 위해 선출되는 이사가 투자자와의 소통에 참여하는 것은 당연한 이치이고 경영진을 감독하고 주요 경영사항을 의결하는 이사회 업무를 고려할 때 소통이 필수라는 주장이다.⁵⁶⁾ 前 SEC 의장 메리 조 화이트도 “이사회 이사들이 기관투자자와의 소통·대화에 핵심 플레이어가 되어야 한다”고 언급한 만큼 향후 국내기업 역시 기관투자자의 소통에 이사의 적극적인 역할이 요구된다.

한편 정부도 기업 밸류업 지원방안과 더불어 지나친 행동주의 펀드 공격에 기업이 대응 내지 방어할 수 있도록 관련 제도 보완을 추진할 필요가 있다. 최근 국내 행동주의 펀드가 국내외 자금을 모으며 세력을 키우고 있는데다, 국내 기업에 대한 해외 행동주의 펀드의 관심 역시 늘어나고 있다. 또한 스튜어드십을 강조하며 이를 활성화시키려는 글로벌 트렌드를 비롯해 향후 국내 발생이 예상되는 울프 팩 또는 스와밍과 같은 행동주의 펀드의 공격, PEF와 행동주의 펀드와의 융합 현상, 그리고 최근 정부가 발표한 기업 밸류업 지원방안 역시 모두 행동주의 펀드 공격력 강화로 이어지는 사안들이다. 앞으로 국내 주주행동주의는 배당을 늘리거나 분리 선출되는 감사위원인 이사를 선임하는 수준을 넘어 경영권 위협 내지 적대적 인수 시도까지 확장되며 우리나라 기업들에게 주요 경영 위협으로 자리 잡을 가능성이 매우 크다. 하지만 현재 국내에서는 주가 부양이라는 목표 달성을 위해 기업들이 사실상 유일하게 사용할 수 있는 경영권 방어수단인 자사주마저 소각을 강제해야 한다는 행동

56) Determining the Initial Approach to a Company - 21st Century Engagement, Ceres(2015)

주의 펀드의 주장이 관심을 받고, 국내 기업이 적대적 공격에 대응할 수 있는 방어 제도 도입 논의는 답보 상태이다. 우리가 기업 밸류업 제도를 벤치마킹한 일본은 감사위원 3% 제한 및 분리 선임과 같은 제도를 운영하지 않는데다, 이미 20년 전 적대적 인수 방어 수단인 포이즌 필(poison pill)을 도입해 운영하고 있다. 2023년 1월 일본 3위 석유 정제기업 코스모 에너지 홀딩스는 재생에너지 사업 스핀 오프와 정유소 통합을 요구하는 토종 행동주의 펀드인 시티 인덱스 일레븐스(舊 무라카미 펀드계 투자회사)가 19.96% 상당의 주식을 보유하자, 같은 해 6월 주총에서 시티 인덱스 일레븐스 및 코스모에너지홀딩스 관계자 지분을 배제한 주주의 과반수 이상 찬성(majority of minority vote)을 통해 포이즌필을 도입한 바 있으며,⁵⁷⁾ 2021년 8월 일본 최대 인쇄 제조업체 동경기계제작소(東京機械製作所, TKS)는 말레이시아 사업가 Anselm Wong이 이끄는 일본 상장기업 아시아 개발 캐피탈(ADC)이 약 40%까지 지분 보유를 끌어 올리자 이사회 결의를 통해 포이즌필 도입을 결의, 10월 임시주총에서 동경기계제작소 및 아시아 개발 캐피탈 관계자를 제외한 나머지 이해관계가 없는 주주 과반수 찬성으로 포이즌필 승인을 받아 방어에 성공한 바 있다.⁵⁸⁾ 주주 행동주의 부상 등 기업을 둘러싼 환경이 빠르게 변모하는 만큼, 지배주주 견제와 감시 프레임에만 초점을 맞출 것이 아니라 기업이 장기적 관점에서 성장하고 가치를 제고할 수 있도록 균형 있는 제도 설계가 필요하다.

57) Japan's Cosmo wins unconventional vote on 'poison pill' against activist, REUTERS (2023.6.22.); コスモ 異例の手法で買収防衛策の議案可決 村上氏側と対立, NHK (2023.6.22.)

58) 東京機械vs.アジア開発の壮絶バトル, 東洋経済 ONLINE(2021.10.29.); Japanese company planning controversial poison pill wins key court victory, Nippon.Com (2021.10.29.)