

▶ 헤지펀드 주주행동주의(Activism)의 영향



노희진

한국증권연구원
정책제도실장

1. 서언
2. 헤지펀드의 개념 및 동향
3. 헤지펀드 주주행동주의의 영향
4. 결어
5. 참고문헌

1. 서언

우리나라에서 헤지펀드 도입에 관한 논의가 본격화됨에 따라, 헤지펀드 주주행동주의의 영향에 관한 관심이 높아지고 있으며, 헤지펀드는 최근 적극적 주주행동주의를 보이기 시작하였다. 미국의 경우, 헤지펀드가 경영권에 관여할 목적으로 상장기업 주식의 5% 이상 지분을 보유하는 사례가 지난 5년간 155건이 발생하였고, 그 중 약 140건이 최근 3년간 이루어진 것으로 나타나고 있으며⁽⁰¹⁾, 헤지펀드가 기업가치를 높이기 위해 기업의 주요 경영사항에 관여하는 사례가 빈번하게 나타나고 있다. 본고에서는 헤지펀드의 동향과 헤지펀드 주주행동주의의 영향에 관해 살펴본다.

2. 헤지펀드의 개념 및 동향

헤지펀드는 자격요건이 갖추어진 투자자들로부터 사모방식으로 투자자금을 모집하며, 고수익을 추구하여 인센티브 수수료를 부과하는 사모펀드로 법적인 구조, 투자 전략 등에 근거하여 다양한 정의가 존재한다.⁽⁰²⁾

각국의 규제당국으로 구성된 국제증권감독기구(International Organization of Securities Commissions: IOSCO)는 2003년 2월에 발표한 보고서에서 헤지펀드는 법적으로 명확히 정의를 내리기 곤란한 측면을 가지고 있으나, ① 통상적인 집합투자구에 부과되는 차입(leverage) 규제를 받지 않아 높은 수준의 차입을 활용할 수 있으며, ② 운용보수 및 성과보수를 부과하고, ③ 분기, 반기 또는 연별로 정기적 펀드의 매각이 인정되고, ④ 헤지펀드 운용자 자신이 고액의 자기 자금을 투자할 수 있으며, ⑤ 투기적 목적으로 파생상품을 활용할 뿐만 아니라 공매도(short-selling)가 가능하며, ⑥ 다양한 리스크 또는 복잡한 구조의 상품에 투자하는 요소를 지니고 있다고 밝히고 있다.⁽⁰³⁾

SEC(2003)는 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940: ICA)에서 투자회사로 등록되지 않고 공모의 형태로 판매되지 않는 증권이나 기타 자산을 포함하는 실체로 헤지펀드를 정의하며, Stulz(2007)는 상당한 유연성을 지닌 투자자문업자나 헤지펀드 운용자에 의해 운영되는 규제받지 않는 집합적 투자 자산으로 공매도, 차입, 광범한 파생상품을 이용할 권리를 가지는 사모 펀드로 헤지펀드를 정의하고 있다.

이러한 헤지펀드에 대한 개별 정의들을 종합해보면, 헤지펀드는 차입, 공매도를 사용하면서 투자대상에 제한이 없이 고수익을 추구하고, 상당한 성과보수를 부과하고 종종 펀드 운용자 자신이 투자하면서 정기적 환매를 허용하고, 일반 공모펀드에 부과되는 규제를 회피하기 위해 원칙적으로 사모로 발매되는 펀드로 개념을 정립할 수 있다.⁽⁰⁴⁾

헤지펀드 산업은 지속적인 성장을 하고 있다. Hennessee Group LLC(2006) 및 영국 IFSL(International Financial Services, London)(2007)에서 조사한 바에 따르면 2006년 말 기준 헤지펀드의 운용자산은 1조 5천억달러에 육박하여 전년 대비 약 32% 증가한 규모이며, 헤지펀드의 수는 2006년 8,900여개로 직전 년도 대비 약 5% 상승하였고, 1985년 이후 자산규모면에서 약 100배, 헤지펀드 수의 측면에선 약 130배가 증가하였다.⁽⁰⁵⁾ 세계 헤지펀드 운용자산은 전세계 금융자산의 0.8%를 차지하고 있는 것으로 알려져 있지만, 헤지펀드가 일반적으로 차입을 이용하기 때문에 금융시장에서 차지하는 비중은 더 클 것으로 예상된다.

헤지펀드의 투자자는 대부분 고액순자산보유개인(High Net Worth Individual: HNWI)이었으나, 최근 들어 연기금, 대학, 기부재단 등과 같은 기관투자자로부터의 투자가 증가하고 있다. HNWI의 투자 비중은 기관투자자의 증가로 인하여 1997년 61%에서 2006년 40%로 감소한 반면, 연기금, 대학 등의 기관투자자 비중은 1997년 25%에서 2006년 37%로 증가하고 있다. 헤지펀드에 대한 기관투자자의 투자가 증가할 것으로 예측되는 바, 대규모 자금을 투자할 수 있는 기관투자자의 증가는 향후 헤지펀드의 수요가 창출될 가능성이 높아짐을 의미하며, 기관투자자는 개인투자자보다 공식적인 절차와 관리 감

독을 더욱 요구하게 될 것으로 예상된다.

3. 헤지펀드 주주행동주의의 영향

가) 헤지펀드 주주행동주의의 의의와 목표

주주행동주의는 일반적으로 지배 소유자가 없이 다수의 주주로 구성된 기업에서 일반 주주에 대한 잠재적 이익침해에 대한 주주의 대응으로 정의된다.⁽⁰⁶⁾ 또한 Becht et al.(2006)에서는 주주행동주의를 기업의 경영진과 이사회에 영향을 주기 위하여 행해지는 행동으로 정의하고 있으며, 이러한 행동은 주식매각(exit), 경영진과 이사회와의 만남, 주주투표권 이용 등 그 범위는 다양하다고 밝히고 있다.

1980년대 이후 나타난 전통적인 주주행동주의는 주로 뮤추얼펀드, 연기금 등의 대형 기관투자자에 의해서 이루어졌다. 전통적 주주행동주의는 대부분 반인수 수정조치(anti-takeover amendment), 이사회 독립성 확보, 집중투표제(cumulative voting) 채택을 목적으로 하는데, 이러한 전통적 주주행동주의는 기업의 실적이나 주가가 부진하면 사후적으로 기업에 문제를 제기하거나 소극적으로 기업의 주식을 매도하게 된다. 연금이나 뮤추얼 펀드와 같은 기관투자자들은 이해상충 문제에 놓이게 되고, 공적 연금의 경우 정치적 영향력에 놓이게 되고, 또한 지나치게 적극적인 행동주의의 경우 펀드의 평판(reputation)을 악화시킬 수 있으므로 소극적인 행태로 행동하게 된다. 따라서 기업의 문제에 대하여 기업의 경영진 및 이사회 회원들과 논의하되 요구가 충족되지 않더라도 공동의 행동 대응을 보이지 않아 기업에 대한 압력 수준은 낮은 것으로 평가된다.⁽⁰⁷⁾

헤지펀드의 주주행동주의의 목적은 기업가치의 증진이나 이를 실행하기 위한 방법은 다양하다. 첫째, 기업이 시장에서 저평가된 경우 기업의 경영자와의 협의를 통하여 기업의 효율성을 높이고 주주가치를 극대화 시킨다. 둘째, 기업의 자본구조에 관여함으로써 과대보유한 현금의 감소, 기업의 레버리지 및 주주 이익의 증가를 용이하도록 한다. 셋째, 대상 기업이 비효율적으로 경영다각화가 되어 있다고 판단될 경우 일부 사업을 분리(spin off)시켜 기업의 가치를 증진시킨다. 넷째, 기업을 제 3자에게 매도하는 등의 방법으로 주주가치를 극대화한다. 다섯째, 자금을 공급하여 기업의 성장을 가져오거나 기업의 구조를 재편성한다.

헤지펀드는 일차적으로 시장에서 저평가된 기업을 선정하고, 기업의 주주가치가 얼마나 증가할 수 있는지 분석한 다음, 시장으로부터 주식을 매수하기 시작한다. 그 이후 기업의 정책이나 전략의 변화가 필요하다고 판단되는 경우 경영진과의 접촉, 주주권의 행사 등을 통하여 기업에 압력을 행사하게 된다.

구체적으로 살펴보면, 헤지펀드 주주행동주의는 기업의 정책에 영향을 끼치기 위한 의도에서 공개된 기업의 주식 5% 혹은 그 이상을 매입하고 보유자산 매각 요구, 공개서한, 경영진 및 이사회 면담, 특별 주주통회소집 요구 등 단계적으로 대상 기업의 운영, 이사회 구성, 주식 가격에 더 큰 영향력을 줄 수 있는 방법을 사용하며, 전통적 주주행동주의에 비해 사전적이며 전략적이라는 특징을 가진다.

또한 헤지펀드 투자자는 투자 대상 기업 선정에서 다른 투자자와 차이점을 가진다. 전통적 행동주의는 합병이나 이사회 대표권 활성화 등으로 낮은 수익성이나 재무적 곤란을 겪는 성과부진(under-performing) 기업을 대상으로 하는 반면, 헤지펀드는 좋은 성과를 거두고 있지만(well-performing), 과잉 사업 다각화 등으로 인한 비효율성(inefficiency)이 존재하여 이를 제거하면 수익이 창출될 수 있는 기업을 대상으로 한다. 이는 헤지펀드는 단기적 효과를 추구하는 반면, 전통적 행동주의는 장기적 성과에 초점을 맞추기 때문이다. 그러나 이러한 차이가 헤지펀드 행동주의가 단기적으로 기업의 수익을 창출하고 장기적으로 부정적 영향을 미칠 수 있다는 것을 의미하지는 않는다. 왜냐하면 단기적 비효율을 최소화시킴으로써 좋은 성과를 가지는 기업이 장기적으로 더 큰 이익을 창출할 수 있기 때문이다.

나) 헤지펀드 주주행동주의의 영향

Brave et al.(2006)은 2004-2005년 사이 약 900여개의 헤지펀드를 조사한 결과⁽⁰⁸⁾, 최고 수익을 얻은 헤지펀드는 기업의 매매 또는 기업 전략 변화에 중점을 둔 경우 달성되었으며, 부채조정, 자본재구성 등의 자본구조 또는 이사회 독립성 확보, CEO 보수 삭감 등과 같은 지배구조에 개입한 헤지펀드의 주주행동은 유의한 수준의 수익을 가져오지는 못한 것으로 나타났다. 또한 적대적 주주행동주의는 더 높은 성과를 가져온 것으로 나타났다.

Cliff(2007)는 헤지펀드가 적극적 목적(active purpose)으로 투자한 대상기업이 그러한 목적없이 투자한 대상기업보다 더 높은 수익을 확보한 것으로 분석하고 있으며, 헤지펀드의 운용구조가 행동주의의 효율성에 기여하는 것으로 파악하고 있다. 헤지펀드 매니저는 자기자금을 투자하기 때문에 적극적 행동주의를 통해서 자기자금투자에 대한 이익을 얻을 수 있는데, 이는 투자 기업의 소유권을 효율적으로 활용한 결과이다.

헤지펀드는 다른 투자기구보다 주주행동주의를 적극적으로 펼칠 수 있는 효율적인 투자기구로, 적극적 행동주의를 통하여 기업의 행동에 실질적인 영향을 줄 수 있고, 이윤을 창출 할 수 있게 된다. 특히 헤지펀드는 기관투자자와는 달리 많은 회사의 지분을 조금씩 인수하기 보다는 제한된 회사에 집중해서 투자하는 전략을 취함으로써 기업경영의 모니터링에 소요되는 비용 감수가 용이하며, 공격적인 주주권 행사를 감행함으로써 회사 가용자산의 효율적 사용과 경제적 관점에서의 위험 대비 수익 향상을 꾀할 수 있다. 다음 <표>에서 나타난 바와 같이 실질적으로 2003~2005년 까지 미국 155개 기업을 대상으로 벌어진 헤지펀드 행동주의를 분석한 결과 93개의 타깃기업이 헤지펀드의 요구를 수용한 것으로 나타난다.

<표> 미국에서 헤지펀드가 요구한 내용과 이를 수용한 기업의 수

--	--	--

헤지펀드의 요구	요구를 받은 기업 수	요구 수용 기업수(%)
이사회 구성원의 교체	41	30 (78%)
경영 전략의 변화	29	14 (48%)
기업 인수 반대	18	10 (56%)
매각 혹은 타 기업에 의한 합병	16	9 (56%)
타 기업 인수를 위한 추가 주식 매입	12	7 (58%)
자사주 매입	4	4 (100%)
주주명부 열람	4	2 (50%)
경영진 지지	4	2 (50%)
보유 현금으로 재무적 투자 강화	4	4 (100%)
기업지배구조 문제적 지적	3	1 (33%)
CEO 교체	3	3 (100%)
CEO 보수 삭감	2	1 (50%)
현금 배당	2	2 (100%)
기타	13	4 (31%)
전체 타깃 기업의 수	155	93 (60%)

자료: Klein et al.(2006)

4. 결어

헤지펀드의 적극적 주주행동주의를 통하여 이사회 구조, 배당정책, 회사전략, 회사 자본구조 그리고 M&A 계획 등에 대한 변화 등에 대하여 주주에게 주어진 법적 수단을 충분히 활용하게 함으로써 과거 명목상의 권리에 불과하던 주주들의 기업경영의 관한 감시 권한이 보다 실질적으로 사용할 수 있게 되었다. 헤지펀드는 적극적으로 타깃이 될 만한 기업을 발굴하고, 또한 꾸준한 감시함으로써 기업 경영진과 투자자 모두에게 위험관리를 통한 안정적인 수익 창출 기회를 가능하게 해준다. 헤지펀드의 적극적인 행동주의가 때로는 CEO에 대한 인신공격과 같은 정제되지 않은 기업의 공격으로 이어져 비판의 대상이 되기도 하지만, 외부 투자자에게 기업의 경영 실적 및 성과를 투명하게 공개하도록 함으로써 투자자가 안고 있는 정보 비대칭 문제 해소에도 일정 부분 기여할 수 있다.

따라서 헤지펀드 주주행동주의의 부정적 측면을 최소화하면서 긍정적 측면을 향유할 필요가 있다. 한국은 외환위기 이후, 일반투자자의 권리를 보호하는 방향으로 지속적인 제도 개혁이 이루어져 왔다. 따라서 헤지펀드가 활용할 수 있는 법적 수단이 증가하였으므로 향후 헤지펀드가 허용되면, 헤지펀드의 주주행동주의는 기업의 효율성과 투명성을 제고시켜 투자자의 효용을 증진시키는 수단으로 이용되어야 될 것이다.

5. 참고문헌

김용기·이연오, 2007, 헤지펀드 행동주의의 대두와 대응과제-‘5%룰’ 공시제도의 준비를 중심으로-, Issue Paper, 삼성경제연구소.

Becht, M. Frank, J. Mayer, D. and Rossi, S. 2006, "Returns to shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund", Working Paper, London School of Economics.

Black, Bernard S., 1990, "Shareholder passively Reexamined", Michigan Law Review, Vol. 89, pp. 520-608.

Brave, A. Wei Jiang, Frank Partnoy, and Randall Thomas, 2006, "Hedge Fund Activism, Corporate Governance and Firm Performance", Working Paper.

Cliff, Chris, 2007, "Value Creation or Destruction? Hedge Funds as Shareholder Activists", W.P. Carey School of Business, Arizona States University.

Gillan, Stuart, and Laura Starks, 2000, "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors", Journal of Financial Economics, Vol. 57, pp. 275-305.

Hennessee Group LLC, 2006, Hennessee Hedge Fund Review.

IFSL, 2007, City Business Series.

IOSCO, 2003, Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge.

IOSCO, 2006, The Regulatory Environment for Hedge Funds A survey and Comparison.
Klein, A., Zur, E., 2006, Hedge Fund Activism, ECGI Working Paper Series in Finance.
Lhabitant, F., 2002, Hedge funds: Myths and Limits, Wiley finance.
SEC, 2003, Implications of the Growth of Hedge Funds.
Stultz. M. R., 2007, Hedge Funds: Past, Present, and Future, Journal of Economic Perspectives, Vol. 21 (2), pp. 175-194.

1) 김용기·이연오(2007)

2) IOSCO(2006), Lhabitant(2002)

3) IOSCO(2003)

4) 헤지펀드를 뮤추얼 펀드와 비교시 뮤추얼펀드는 일반적으로 소액 일반투자자를 대상으로 공모로 설립되어 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)에 등록되어야 하므로 감독 당국에 감사보고서 등 자료 제출을 하거나 주주총회시 주주에 대한 자료를 공개하는 등 정보 공개의 의무 및 공시의무를 가짐. 반면, 헤지펀드는 위험을 부담할 수 있고, 스스로를 보호할 수 있는 기관투자자 또는 고액순자산보유개인을 상대로 사모로 설립되는데, 미국의 경우 규제 체계 상의 등록면제조항을 이용하여 감독 당국에 대한 등록 의무, 정보 공개 및 공시의무를 면제받을 수 있음. 뮤추얼펀드의 경우 중장기 수익을 중시하며, S&P500 등과 같은 기준 수익률을 비교하여 평가하여 상대수익률을 측정하는 반면 헤지펀드는 주식, 채권, 파생상품 등 투자대상의 제한이 없고 투자 기간에 대하여도 제한을 받지 않으며, 절대수익률을 추구하며, 자기 자금을 자신이 관리하는 펀드에 투자하여 운용할 수 있음. 또한 보상체계에 있어서 통상적으로 뮤추얼펀드는 순자산가치에 의거하여 펀드운용자가 일정 비율의 관리보수를 받는 반면 헤지펀드는 관리보수에 더하여 총수익률에 의거하여 성과보수를 받지만, 헤지펀드 수익률은 이러한 보수를 차감하여 산출함

5) 헤지펀드는 감독 당국에 의무적으로 자료를 제출하지 않으므로 조사기관별로 규모 차이가 존재함

6) Gillan and Starks(200)

7) Balck(1990)

8) SEC에 보고서를 제출한 헤지펀드 중 기업 주식을 5%이상 취득한 헤지펀드를 분석 대상으로 함