

■ 논 단

## 주주행동주의에 대한 회사의 대응책에 관한 연구

김 경 일

대한법률구조공단 변호사 / 법학박사

### 요 약 문

행동주의자(activists)는 대상회사의 상당하지만 지배권은 없는 지분(significant but non-controlling equity position)을 취득해서, 설득에서부터 위임장 경쟁(proxy contest)까지 압력의 강도를 높여가면서 회사의 변화를 가져오려고 하고, 회사의 변화에 따른 주가 상승으로부터 수익을 얻고자 한다. 최근 행동주의는 활발하게 전개되고 있고, 다양한 회사들에게 상당한 영향을 미치고 있다. 오늘날 행동주의에 대한 회사의 대응이 점점 더 문제가 되고 있고, 중요해지고 있다. 이 글에서는 먼저 행동주의의 효과, 행동주의자의 활동 단계를 살펴본 다음, 행동주의자의 활동이 가장 활발한 미국에서의 행동주의에 대한 회사의 대응책을 살펴보고, 그 시사점을 모색해보았다.

행동주의에 대한 주된 비판은 단기실적주의 비판이나, 실증연구와 이론, 현실에 기반하여 검토하면, 행동주의가 회사와 주주의 장기적인 이익에 부정적인 영향을 미친다는 비판은 그 타당성이 불분명하다고 할 수 있다. 행동주의자의 전형적인 활동 단계는 (㉠) 대상회사의 선정, (㉡) 주식취득과 공표, (㉢) 경영진과의 대화, (㉣) 공개 캠페인, (㉤) 합의, (㉥) 위임장 경쟁으로 이루어진다.

행동주의자 출현 전의 대응책으로, (㉠) 취약점 사전 파악 및 개선, (㉡) 기관투자자와의 사전 의사소통, (㉢) 행동주의자의 감지가 있다. 행동주의자 출현 후의 대응책으로, (㉠) 행동주의자에 대한 조사, (㉡) 행동주의자와의 대화, (㉢) 기관투자자와의 의사소통, (㉣) 행동주의자 제안의 평가와 채무, (㉤) 공개 캠페인의 대응, (㉥) 정지 합의(standstill agreement)를 포함한 합의, (㉦) 위임장권유규제가 있다. 행동주의에 대한 방어수단으로 시차임기제 이사회, 2단 포이즌 필, 부속정관(bylaws)의 주주제안에 관한 규율, 황금주 등이 있다.

① 우리나라에서 행동주의자에게 무조건적으로 반발하기 보다는 개별 행동주의자의 속성, 특징, 활동방식 등을 조사하고, 행동주의자와 진지한 대화를 하며, 행동주의자의 제안을 객관적으로 평가할 필요가 있을 것이다. ② 어느 회사든 행동주의자의 대상이 될 수 있다는 점을 유념하고, 평상시에 회사의 재무, 사업, 기업지배구조(corporate governance)에서의 취약점을 미리 확인하고 개선해 둘 필요가 있을 것이다. ③ 회사는 행동주의자를 감지하기 위해서 자사의 주주구성과 주식거래에 지속적으로 주의를 기울일 뿐만 아니라

## 2 선진상사법률연구 통권 제93호 (2021.1.)

파생상품 거래, 병행 거래 등도 모니터하고, 실질주주 판명조사를 할 필요가 있을 것이다. ④ 회사는 행동주의자와의 합의를 부정적인 시각에서만 볼 것이 아니라, 합의하고 위임장 경쟁을 피하는 것도 하나의 선택지로 고려할 필요가 있을 것이다. ⑤ 자본시장법 제155조는 의견표명에 관한 서면제출의무를 발행인에 대해서만 부과하고 주주에 대해서는 부과하지 않고 있으나, 발행회사뿐만 아니라 행동주의자의 의견표명의 정확성도 담보될 수 있도록 법제도를 정비하는 것을 고려할 필요가 있을 것이다.

주제어 : 주주행동주의, 대응책, 주주행동주의 방어수단, 단기실적주의, 정지 합의, 위임장 경쟁

### 〈目 次〉

I. 서 설	1. 행동주의자 출현 전의 대응책
	2. 행동주의자 출현 후의 대응책
II. 행동주의의 효과 및 활동 단계	3. 행동주의에 대한 방어수단
1. 행동주의의 효과	4. 시사점
2. 행동주의자의 활동 단계	
	IV. 결 어
III. 행동주의에 대한 대응책	

## I. 서 설

주주행동주의(shareholder activism, 이하 '행동주의'라고 한다)는 주주가 공개회사(public company)의 지배권을 취득하려고 하지는 않으면서 회사의 정책 변화를 이끌어내기 위한 목적으로 활동하는 것을 말한다.<sup>1)</sup> 행동주의자(activists)는 대상회사의 상당하지만 지배권은 없는 지분(significant but non-controlling equity position)을 취득해서, 설득에서부터 위임장 경쟁(proxy contest)까지 압력의 강도를 높여가면서 회사의 변화를 가져오려고 하고, 회사의 변화에 따른 주가 상승으로부터 수익을 얻고자 한다.<sup>2)</sup> 행동주의자는 1980년대의 적대적 기업인수자와

1) Paul Rose & Bernard S. Sharfman, "Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance," 2014 BYU L. Rev. 1015 (2015), p. 1017.

2) Brian R. Cheffins & John Armour, "The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds", 37 J. Corp. L. 51 (2011), p. 57; Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Scott Hirst, "The Agency Problems of Institutional Investors", 31 J. of Econ. Perspectives 89 (2017), p. 104-105; William W. Bratton, "Hedge Funds and Governance Targets", 95 Geo. L.J. 1375 (2007), p. 1379.

달리, 대상회사의 사업이나 기업지배구조(corporate governance)의 변화를 가져오기 위해서 대상회사를 인수할 필요는 없다고 보고, 대신에 소수 지분을 보유하고 다수 주주의 지지를 얻어서 위임장 경쟁이나 다른 수단을 통해서 회사를 변화시켜 주주 수익을 창출하려고 한다.<sup>3)</sup>

최근 행동주의는 활발하게 전개되고 있고, 다양한 회사들에게 상당한 영향을 미치고 있다.<sup>4)</sup> 2018년 131명의 행동주의자들은 226개의 회사들을 대상으로 활동해서 161개의 이사회 의석을 차지했다.<sup>5)</sup> 행동주의는 미국에서 가장 활발하지만, 세계적인 현상으로 발전하고 있다. 2018년 43%의 행동주의 활동이 미국 밖에서(23%는 유럽에서, 12%는 아시아 태평양 지역에서, 5%는 캐나다에서, 3%는 그 밖의 지역에서) 일어났다.<sup>6)</sup> 기관투자자에게 의결권 행사를 조언해주는 Institutional Shareholder Services(ISS)나 Glass, Lewis & Company(Glass Lewis)와 같은 의결권행사자문회사(proxy advisory firms)의 성장, 행동주의자의 활동을 지지하는 기관투자자의 증가가 행동주의의 발전을 뒷받침하고 있다.<sup>7)</sup>

우리나라에서도 행동주의자의 활동이 주목받고 있고, 스튜어드십 코드(Stewardship code)가 도입되어 행동주의자의 활동이 탄력을 받게 되었다. 최근 상법개정안이 국회 본회의를 통과하면서 도입되게 된 감사위원 분리선임제나 다중대표소송제도 행동주의를 부추기는 요인이 될 수 있다. 현대자동차그룹은 미국계 행동주의 펀드인 엘리엇의 공개적인 지배구조개편안 반대에 직면하여, 2018년 5월 주주총회를 앞두고 지배구조개편을 보류하게 되었다. 비싼 수업료를 치른 현대자동차그룹은 경영진이 직접 투자자들을 만나고 미래 수익률 전망까지 제시하며 지지를 호소한 덕분에 2019년 주주총회에서 엘리엇 측 인사의 이사회 입성을 막을 수 있었다.<sup>8)</sup>

이처럼 오늘날 행동주의에 대한 회사의 대응이 점점 더 문제가 되고 있고, 중요해지고 있다.<sup>9)</sup> 행동주의자가 표준화된 각본(standard playbook)에 따라 회사를 대상으로 활동을 전개하는 것에

3) John Pound, "The Rise of the Political Model of Corporate Governance and Corporate Control," 68 N.Y.U.L. Rev. 1003 (1993), p. 1007; Ronald J. Gilson & Alan Schwartz, "Sales and Elections as Methods for Transferring Control," 2 Theo. Inq. L. 783 (2001), p. 790; Assaf Hamdani & Sharon Hannes, "The Future of Shareholder Activism", 99 B.U. L. Rev. 971 (2019), p. 973.

4) "Shareholder activism, Capitalism's Unlikely Heroes, Why activist investors are good for the public company", Economist (Feb. 7, 2015) <<http://www.economist.com/news/leaders/21642169-why-activist-investors-are-good-public-company-capitalisms-unlikely-heroes>>; Joel Slawotsky, "The Virtues of Shareholder Value Driven Activism: Avoiding Governance Pitfalls", 12 Hastings Bus. L.J. 521 (2016), p. 522-524; Gregory H. Shill, "The Golden Leash and The Fiduciary Duty of Loyalty", 64 UCLA L. Rev. 1246 (2017), p.1254

5) Lazard's Shareholder Advisory Group, "2018 Review of Shareholder Activism", (Jan. 2019), p. 8 <<https://www.lazard.com/media/450805/lazards-2018-review-of-shareholder-activism.pdf>>.

6) Ibid. p. 11.

7) Brian Hoffman, "Merger & Acquisitions: Developments in 2014", 2014 WL 7666082 (2014), p. 1.

8) 김현수, "제2의 엘리엇들, 과연 적이 아닐까", 동아닷컴(2020. 9. 22) <<https://www.donga.com/news/article/all/20200922/103041173/1>>.

9) Josh Hinkel et al., "Agitators and Reformers: How to Respond to Activist Investors", Bain&Company (June 10, 2015) <<https://www.bain.com/insights/agitators-and-reformers>>; Juliana Bleiberg, "Activist Investors and Mediation", 18 Cardozo J. Conflict Resol. 857 (2017), p. 857.

#### 4 선진상사법률연구 통권 제93호 (2021.1.)

비하여,<sup>10)</sup> 그간 우리나라에서 회사들은 행동주의자에게 본능적으로 거부감을 느끼고 대화 자체를 거부하거나 일정한 체계 없이 대응하여 온 측면이 없지 않다. 우리나라에서 행동주의에 대한 회사의 대응책을 연구한 논문도 충분하지 않다.<sup>11)</sup> 이에 행동주의자의 활동이 앞으로 더욱 활발해질 수 있는 상황에서 행동주의자의 활동 단계별 회사의 구체적인 대응책에 대하여 연구할 필요가 있다할 것이다. 이 글에서는 먼저 행동주의의 효과, 행동주의자의 활동 단계를 살펴본 다음(II), 행동주의자의 활동이 가장 활발한 미국에서의 행동주의에 대한 회사의 대응책을 살펴보고, 그 시사점을 모색해보도록 한다(III).

## II. 행동주의의 효과 및 활동 단계

### 1. 행동주의의 효과

#### 가. 단기실적주의 비판

행동주의에 대한 회사의 대응책을 살펴보기에 앞서, 행동주의가 회사에 미치는 영향이 긍정적인지, 부정적이라는 문제를 살펴볼 필요가 있을 것이다. 이 문제는 회사법에서 가장 흥미로운 주제 중 하나이고 오랫동안 논의되어 왔지만, 아직 해결되지 않았고 견해가 대립하고 있다.<sup>12)</sup> 행동주의, 특히 헤지펀드의 행동주의에 대한 주된 비판은 단기실적주의 비판이다. 이는 행동주의 헤지펀드가 단기적 시책을 요구해서 단기적으로 주가를 올린 후 주식을 매각하고 이득을 봐서, 회사의 장기적인 이익을 희생시킨다는 것이다.<sup>13)</sup>

10) Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, "Chapter 16 The Barbarians are Past The Gate: Shareholder Activism in The Resources Industries—Canadian and U.S. Trends and Tactics", 65 RMMLF-INST 16 (2019), p. 16-17.

11) 행동주의에 대한 회사의 대응방안을 다룬 논문으로, 최준선, "주주행동주의에 대한 대응 방안", 「기업법연구」 제33권 제3호(한국기업법학회, 2019); 안수현, "주주행동주의(Shareholder Activism)의 순기능 강화를 위한 몇가지 논의", 「경영법률」 제30권 제3호(한국경영법률학회, 2020)가 있으나, 위 논문들도 행동주의자의 활동 단계별 회사의 구체적인 대응책에 대하여는 다루고 있지 않다.

12) Leo E. Strine, Jr., "Who Bleeds When the Wolves Bite: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System", 126 Yale L.J. 1870 (2017), p. 1871; Gaia Balp, "Activist Shareholders at De Facto Controlled Companies", 13 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 341 (2019), p. 349.

13) 포이즌 필의 창안자이자 反행동주의 운동의 거두인 Lipton 변호사가 이러한 비판을 하였다. Martin Lipton, Steven Rosenblum and Sabastian Niles, "Current Thoughts About Activism", Harvard Law School Forum on Corporate Governance (August 9, 2013) <<https://corpgov.law.harvard.edu/2013/08/09/current-thoughts-about-activism>>; Martin Lipton, "Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy", Harvard Law School Forum on Corporate Governance (February 26, 2013) <<https://corpgov.law.harvard.edu/2013/02/26/bite-the-apple-poison-the-apple-paralyze-the-company-wreck-the-economy>>; Juliana Bleiberg, *supra* note 9, p. 858.

## 나. 검토

행동주의자의 활동이 단기적으로는 주가를 상승시킬지도 모르지만, 장기적인 실적이나 주가에는 부정적인 영향을 준다는 비판에 대해서, 1994년부터 2007년까지의 행동주의 헤지펀드의 활동 약 2,000건을 통계적으로 검토하여 행동주의자의 활동이 장기적인 실적을 희생시켜서 단기적인 수익을 얻지 않는다는 결론을 내린 연구가 있다.<sup>14)</sup> 이외에도 헤지펀드의 활동이 회사의 경영실적을 향상시킨다는 다양한 연구들이 있다.<sup>15)</sup> 행동주의자의 대상이 되지 않은 동종업계 회사들(industry peers)도 잠재적인 행동주의자의 개입 우려에 선제적으로 대응할 필요를 느껴 정책 변화를 실시함으로써, 대리인 비용(agency costs) 감소, 경영실적 향상, 주식가치 상승이라는 결과를 낳는다는 연구가 있다.<sup>16)</sup> 이러한 연구들에 근거하면, 행동주의가 회사와 주주의 장기적인 이익에 부정적인 영향을 미친다는 비판은 그 타당성이 불분명하다고 할 수 있다.

이론적으로도, 행동주의자가 회사를 감시하지 않으면, 사익추구(self-interest), 경영부주의(operational mismanagement), 기업지배구조 문제(poor corporate governance)로 회사나 주주에게 손실이 발생할 수 있다.<sup>17)</sup> 현실적으로도, 오늘날 행동주의자가 배당이나 자사주 매입(share repurchase)과 같이 단기실적주의라고 비판받을 수 있는 유형의 요구를 하는 것은 점점 줄어들고 있고, 회사 정책이나 지배구조의 변화를 요구하는 것이 보다 많아지고 있다.<sup>18)</sup>

## 2. 행동주의자의 활동 단계

### 가. 대상회사의 선정

행동주의자의 활동 단계는 다양할 수 있지만, 여기에서는 대상회사에게 경영방침의 변경을

14) Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism", 115 Col. L. Rev. 1085 (2015), p. 1150-1154.

15) Matthew R. Denes, Jonathan M. Karpoff & Victoria B. McWilliams, "Thirty Years of Shareholder Activism: A Survey of Empirical Research", 44 J. Corp. Fin. 405 (2017), p. 411-412; Alon Brav, Wei Jiang & Hyunseob Kim, "Hedge Fund Activism: A Review", Foundations and Trends in Finance, Vol. 4, No. 3 (2010) <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1947049](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1947049)>.

16) Nickolay Gantchev, Oleg Gredil & Chotibhak Jotikasthira, "Governance Under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism", Eur. Corp. Gov. Inst. (ECGI) - Working Paper No. 562 (2018), p. 2, 4.

17) Katherine Rushton, "Carl Icahn Attacks Companies That Protect 'Unfit' Chief Executives", The Telegraph(Aug. 12, 2014) <<http://www.telegraph.co.uk/finance/globalbusiness/11029776/Carl-Icahn-attacks-companies-that-protect-unfit-chief-executives.html>>; April Klein & Emanuel Zur, "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", 64 J. Fin. 187 (2009), p. 222-225; Joel Slawotsky, *supra* note 4, p. 525.

18) Gibson, Dunn & Crutcher LLP, "Gibson Dunn 2016 Mid-Year Activism Update" (2016), p. 3 <<https://www.gibsondunn.com/wp-content/uploads/documents/publications/MARReport-2016-Mid-Year-Activism-Update.pdf>>; Gregory H. Shill, *supra* note 4, p. 1261.

## 6 선진상사법률연구 통권 제93호 (2021.1.)

요구하는 경우의 전형적인 활동 단계를 살펴본다.<sup>19)</sup> 먼저 행동주의자는 대상회사를 선정한다. 세밀한 분석을 통해, 주가가 본원적 가치를 크게 밀돌고 있는 회사나 경영방침의 변경에 의해 큰 가치향상을 기대할 수 있는 회사를 선정한다. 선정된 회사에 대해 주주가치를 향상시켜 주가를 상승시키기 위한 방안을 마련한다. 사전에 기관투자자의 의견을 청취하고 지지를 얻을 수 있을지 여부도 알아본다.

### 나. 주식취득과 공표

행동주의자는 선정된 회사의 주식을 은밀하게 취득한다. 펀드 크기와 대상회사의 시가총액을 감안하여, 투자금액과 취득비율 목표를 설정한다. 5% 이상의 주식을 취득하는 경우에는 대량보유보고서를 제출해 주식보유를 공표하고 경영진과 접촉하는 것이 보통이다. 대상회사의 시가총액이 매우 큰 등의 이유로 5% 미만 밖에 취득하지 않는 경우에는 경영진과의 접촉을 주식취득 공표 전에 하기도 한다.

### 다. 경영진과의 대화

행동주의자는 경영진과 대화 시에 구두로 할 수도 있지만, 종종 서신이나 상세한 프레젠테이션 자료(일반적으로 'white paper'라고 한다)를 보내고, 주주가치 향상을 위한 조치를 취할 것을 요구한다.<sup>20)</sup> 행동주의자는 자회사 분할(spinning off a subsidiary), 배당요구, 이사회 교체 등 다양한 요구를 할 수 있다.<sup>21)</sup> 행동주의자는 경영진과의 대화를 통해 경영방침을 보다 가치창출적인 방향으로 바꾸려고 한다.

### 라. 공개 캠페인

경영진이 대화를 통해 행동주의자의 제안을 채용하기로 하면, 경영방침의 변경이 이루어진다. 그러나 경영진이 대화를 거부하거나 제안을 채용하지 않기로 하면, 행동주의자는 공개 캠페인

19) 이하 행동주의자의 활동 단계에 관하여, 田村 俊夫, 「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治：所有と經營の分離の終わりの始まり?」, 資本市場リサーチ vol. 30(2014), 160-162면; Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, *supra* note 10, p.16-17~16-21.

20) Jared L. Landaw et al., "The Ten Elements of a Proxy Contest Settlement", 26 No. 3 ACC Docket 74 (2008), p. 75.

21) Doron Levit, "Soft Shareholder Activism", Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper (2011) <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1969475](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1969475)>; "Are you Prepared for an Activist Attack?", Fin. Profiles (Mar. 19, 2013) <<https://finprofiles.com/media/2013/03/19/are-you-prepared-for-an-activist-attack>>; Randy Rinicella et al., "§ 46B:29. Responding to an activist campaign", Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel (2020).

(campaign) 단계로 전환한다. 공개 캠페인 단계에서는 경영진을 비판하는 서신과 'white paper'를 웹사이트나 대중매체를 통해 공표해서, 주주의 관심을 불러일으키고 경영진에게 압력을 가하며 향후의 위임장 경쟁을 시사한다. 공개 캠페인의 초점은 기관투자자를 비롯한 주주의 지지를 얻기 위해 경영방침에 관한 요구사항을 주지시키는데 맞춰진다.

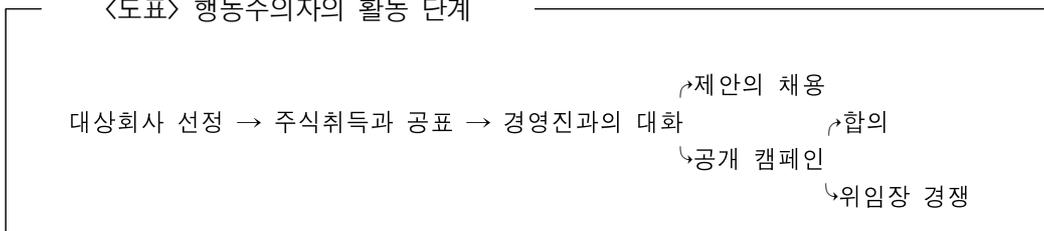
마. 합의

경영진은 주주총회 표 대결에서 불리할 것으로 예상되는 경우 행동주의자와 정지 합의(standstill agreement)를 하고 행동주의자 측 인사를 이사로 선임하기로 합의할 수 있다. 행동주의자 측 이사가 이사회 내부 논의에서 경영방침의 변경을 주장해, 최종적으로 행동주의자의 목적이 달성되기도 한다.

바. 위임장 경쟁

대결의 승패는 주주총회 표 대결에서 판가름 나게 된다. 행동주의자는 경영방침의 변경이나 CEO의 교체 등을 공약으로 내걸고 이사선임을 위한 위임장 경쟁을 한다. 행동주의자는 주주총회에서의 표를 얻기 위해 기관투자자를 비롯한 주주에게 접근하여 지지를 호소한다. 회사에 주가 하락, 실적 부진, 기업지배구조 문제가 있으면, 행동주의자를 지지하는 주주가 많게 될 것이다. 행동주의자는 ISS나 Glass Lewis와 같은 의결권행사자문회사에게도 접근해 지지를 호소한다.

〈도표〉 행동주의자의 활동 단계



### Ⅲ. 행동주의에 대한 대응책

#### 1. 행동주의자 출현 전의 대응책

##### 가. 취약점 사전 파악 및 개선

회사는 행동주의자가 실제로 출현하기 전부터, 행동주의자의 출현 가능성을 염두에 두고 자사의 재무, 사업, 기업지배구조에서의 취약점을 미리 파악해 두어야 한다.<sup>22)</sup> 여기서 행동주의자와 같은 시각에서 자사를 분석하는 것이 중요하다.<sup>23)</sup> 이를 위해 외부의 독립적인 컨설턴트(consultants)나 애널리스트를 이용하는 것을 고려할 수 있다. 회사는 행동주의자가 공격할 잠재적 가능성이 있는 취약점을 파악한 다음 미리 개선해 둘 필요가 있다.<sup>24)</sup>

##### 나. 기관투자자와의 사전 의사소통

회사는 기관투자자를 비롯한 주주와 회사의 경영방침과 실적에 대해 정기적으로 의사소통해야 한다. 기관투자자가 실적 개선을 위한 제안을 한 경우, 회사는 그것을 주의 깊게 고려해야 한다.<sup>25)</sup> 제안이 적절하다면 조치를 취해야 하고, 제안이 적절하지 않다면 기관투자자에게 그 이유를 정중하게 설명해야 한다. 이처럼 기관투자자와 의사소통이 이미 원활하게 이루어지고 있다면, 행동주의자가 출현해도 기관투자자는 행동주의자를 지지할 필요성을 느끼지 못할 수 있다.<sup>26)</sup> 행동주의자의 공격에 직면하고 나서야 기관투자자에게 접근하는 것은 기관투자자와 정기적인 접촉을 하는 것보다 덜 효과적인 것으로 드러났다.<sup>27)</sup>

##### 다. 행동주의자의 감지

회사가 행동주의자의 지분 취득 사실을 알지 못해서 허를 찔리는 경우가 있다.<sup>28)</sup> 회사는

---

22) Jane K. Storero & Barry H. Genkin, "E-Proxy, Shareholder Forums & The New Age of Shareholder Activism", 12 No. 5 Wallstreetlawyer.com: Sec. Elec. Age 13 (2008) <<https://www.blankrome.com/publications/e-proxy-shareholder-forums-and-new-age-shareholder-activism>>.

23) 이를 흔히 "self-white papering"이라고 한다. Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, *supra* note 10, p. 16-28.

24) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 「對話型アクティビスト対応の手法(上): 글로벌なシェアホルダー・アクティビズムの最新動向を踏まえて」, 商事法務 2057号(2015), 9면.

25) Randy Rinicella et al., "§ 46B:29. Responding to an activist campaign", *Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel* (2020).

26) Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, *supra* note 10, p. 16-29.

27) Jane K. Storero & Barry H. Genkin, *supra* note 22.

28) Jane K. Storero & Barry H. Genkin, *Ibid*.

행동주의자를 감지하기 위해서 자사의 주주구성과 주식거래에 지속적으로 주의를 기울일 필요가 있다.<sup>29)</sup> 행동주의자를 감지하기 위해서는 단순히 5% 초과 실질보유에 대한 보고서인 Schedule 13D에 주의를 기울이는 것만으로는 충분하지 않다. 행동주의자는 파생상품(derivative)을 이용해 5% 초과 실질보유에 대한 공시를 피하여 주식의 경제적 권리를 취득하였다가 일시에 현물 주식(physical equity)으로 전환해서 의결권을 행사할 가능성이 있다. 단독으로는 5% 이하밖에 보유하지 않지만, 지분을 합산하면 5%를 초과하는 행동주의자들이 울프 팩(wolf pack)을 형성해 느슨한 연대를 함으로써 증권거래법(Securities Exchange Act) § 13(d)(3)상의 '그룹(group)'의 적용을 피하여 지분 합산을 피하면서 협력해서 캠페인을 개시할 가능성도 있다. 따라서 회사는 옵션(options) 거래, 파생상품 거래와 같은 비지분(non equity) 거래도 모니터링하고, 울프 팩 형성을 감지하기 위해서 병행 거래(parallel trading)와 그룹(group) 활동의 징후도 모니터링할 필요가 있다.<sup>30)</sup>

기관투자자의 대부분은 신탁은행 등의 증권보관업자(custodian) 명의로 주식을 보유하고 있어, 주주명부만 열람해서는 의결권행사의 의사결정을 하는 실질적인 주주를 특정하기 어렵다.<sup>31)</sup> 이 때문에 회사는 정기적으로 주주명부를 바탕으로 실질주주 판명조사(Shareholder Identification)를 할 필요가 있다. 실질주주 판명조사는 재무 고문, 위임장권유대행회사(proxy solicitation firm), IR회사 및 증권대행기관 등에 의뢰하여 하는 것을 생각할 수 있다.<sup>32)</sup>

## 2. 행동주의자 출현 후의 대응책

### 가. 대응 변화 움직임

미국에서 과거 회사는 행동주의자가 대주주로 부상해 경영진과의 대화를 요청하는 경우 대화를 거절하는 것이 드물지 않았고, 지분비율 5% 미만의 행동주의자는 무시하기도 하였다.<sup>33)</sup> 회사는 행동주의자가 요구사항을 공표해서 공개 캠페인을 개시하는 경우 단기실적주의라는 피상적인 비난을 하였다. 최근 이러한 상황은 변모하여, 행동주의자의 활동이 갖는 긍정적인 영향을 인식하여 건설적인 행동주의(constructive activism)를 받아들이는 세계적인 움직임(global shift)이 있다.<sup>34)</sup> 과거에는 행동주의자가 회사의 장기적인 이익의 희생 하에 단기적

29) Randy Rinicella et al., "§ 46B:29. Responding to an activist campaign", *Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel* (2020).

30) Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, *supra* note 10, p. 16-27.

31) 松下 憲, 「再考・委任狀勧誘規制(下)－米國のProxy Regulationを參考にして－」, 商事法務 2059号(2015), 53면.

32) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注24), 9면.

33) J.P.Morgan, "The activist revolution: Understanding and navigating a new world of heightened investor scrutiny", (January 2015) <<https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320693986586.pdf>>.

34) Brian Hoffman, *supra* note 7, p. 3.

이익을 추구해 주주배당이나 회사매각을 강요한다는 이미지가 강했지만, 현재는 사업의 실패 면까지 파고들어 장기적인 가치 창출을 추구하는 행동주의자의 이미지가 부각되고 있다.<sup>35)</sup> 현재 일류 행동주의자는 면밀하고 철저하게 회사를 분석하여 회사의 변화를 요구하고 있다.<sup>36)</sup>

#### 나. 행동주의자에 대한 조사

행동주의자가 출현한 경우, 회사는 행동주의자에 관한 정보를 수집할 필요가 있다. 구체적으로 행동주의자의 속성, 특징, 구성원, 자금력, 자금원, 과거의 활동태양, 활동방식, 가치창출 실적(track record of creating value) 등에 대해서 조사할 수 있다.<sup>37)</sup> 행동주의자의 특징은 행동주의자의 지금까지의 활동이나 변호사, 재무 고문(advisor) 등의 전문적인 자문을 바탕으로 판단할 수 있다. 행동주의자의 활동방식은 다른 투자자와 협동하는 경향의 유무, 대상회사와 건설적으로 협력하는 경향의 유무, 공격적인 캠페인을 전개하는 경향의 유무, 소송 또는 기타 법적조치를 취하는 경향의 유무 등의 점에서 각각 다르다.<sup>38)</sup> 회사는 대응팀(response team)을 꾸려서 행동주의자를 조사하고 전략을 개발하게 할 수 있다. 대응팀은 고위 경영진(senior management), 이사, 투자자 관계 직원(investor relations personnel), 금융 및 법률 고문, 홍보 회사(public relations firm), 위임장권유대행회사 등으로 구성될 수 있다.<sup>39)</sup>

#### 다. 행동주의자와의 대화

과거 행동주의자로부터 물밑 면담 요청이 있는 경우 회사가 면담을 거부하는 것이 드물지 않았다.<sup>40)</sup> 그러나 최근 행동주의자와의 대화에 적극적인 회사가 증가하고 있다.<sup>41)</sup> 회사는 행동주의자의 대화 요청에 응할 의무는 없지만, 다음과 같은 이유로 행동주의자와 대화하는

35) Steve Wolosky, "Lessons Learned from Darden", Private Fund Report: The Role of Activist Funds (2015) <[https://www.olshanlaw.com/media/publication/286\\_UCLA-Electronic-PE-Report-2015-Brochure-Final.pdf](https://www.olshanlaw.com/media/publication/286_UCLA-Electronic-PE-Report-2015-Brochure-Final.pdf)>; 田村 俊夫, 「アクティビストと企業統治のパラダイムシフト: 機関投資家、取締役會との共進化」, 資本市場リサーチ vol. 37(2015), 98면.

36) Joseph A. Wayland, "§ 52:90. Shareholder engagement and activism", Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel (2020)

37) Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, *supra* note 10, p. 16-30; Randy Rinicella et al., "§ 46B:29. Responding to an activist campaign", Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel (2020).

38) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注24), 10면.

39) Rob Swystun, "How To Prepare Your Own SWAT Team To Combat Shareholder Activism", Pristine Advisers (Dec. 6, 2013) <<https://pristineadvisers.wordpress.com/2013/12/06/how-to-prepare-your-own-swat-team-to-combat-shareholder-activism/>>; Randy Rinicella et al., "§ 46B:29. Responding to an activist campaign", Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel (2020).

40) 田村 俊夫, 前掲(注35), 100면.

41) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注24), 10면.

것이 필요할 수 있다. 첫째, 일류 행동주의자는 대상회사에 접근하기 전에 광범위한 리서치를 하고, 가치를 창출할 수 있는 투자 전략을 개발한다.<sup>42)</sup> 일류 행동주의자는 내부 애널리스트(in-house analyst) 등 대상회사를 분석하기 위한 상당한 자원(resource)을 갖고 있고, 일류 행동주의자의 기업실사(due diligence)는 대상회사가 자사에 대해 갖는 정보를 종종 능가하기도 한다.<sup>43)</sup> 둘째, 행동주의자와 대화를 함으로써 회사는 행동주의자의 제안이나 계획에 대해 보다 많은 정보를 얻을 수 있다. 셋째, 회사는 대화를 통해서 행동주의자의 제안의 일부나 전부를 채용하거나, 행동주의자의 제안이 회사의 장기적인 목표와 주주가치 향상의 관점에서 타당하지 않다고 설득할 수 있게 된다. 넷째, 회사는 행동주의자와 직접 대화하는 자리를 가짐으로써 주주의 목소리에 귀를 기울이고 있다는 메시지를 시장에 보낼 수 있고, 주주나 의결권행사자 문회사로부터 지지를 얻기에 도움이 될 수 있다.<sup>44)</sup> 다섯째, 행동주의자와의 대화는 장래 특정 시점에 유용하게 작용할 수 있고, 행동주의자와 진지한 대화를 함으로써 확전을 피할 수도 있다.<sup>45)</sup>

#### 라. 기관투자자와의 의사소통

행동주의자 캠페인의 성패는 기관투자자를 비롯한 주주의 지지에 달려 있기 때문에, 회사는 기관투자자와도 대화를 하고, 기관투자자의 진정한 의사를 알기 위해 노력하며, 장래 위임장 경쟁에서 기관투자자의 지지를 얻기 위해서 어떻게 행동해야 할지 고려해야 한다. 회사가 행동주의자의 제안을 분석한 결과 회사와 주주의 최선의 이익에 부합하지 않는다고 결론 내린다면, 기관투자자에게 그러한 사실, 그러한 결론에 이르게 된 이유와 과정을 명확히 알릴 필요가 있다.<sup>46)</sup>

#### 마. 행동주의자 제안의 평가와 채부

회사는 대화 후에 행동주의자의 제안을 객관적으로 평가한 다음, 그 제안을 받아들이거나

42) Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, *supra* note 10, p. 16-31.

43) Theodore L. Dysart & John S. Wood, "Assessing the merits of an activist investor's point of view", Heidrick & Struggles Governance Letter (Fourth Quarter 2014); Steve Wolosky, "Lessons Learned from Darden", Private Fund Report: The Role of Activist Funds (2015) <[https://www.olshanlaw.com/media/publication/286\\_UCLA-Electronic-PE-Report-2015-Brochure-Final.pdf](https://www.olshanlaw.com/media/publication/286_UCLA-Electronic-PE-Report-2015-Brochure-Final.pdf)>.

44) 田村 俊夫, 前掲(注35), 10면.

45) Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, *supra* note 10, p. 16-31; Juliana Bleiberg, *supra* note 9, p. 857.; 反행동주의의 거두인 Lipton 변호사도 행동주의자와 논의하거나 협상할 의무는 없지만, 행동주의자와 면담해서 행동주의자의 비판이나 제안에 대해 논의하는 것을 권한다고 한다. Martin Lipton, "Dealing with Activist Hedge Funds", Harvard Law School Forum on Corporate Governance (June 2, 2015) <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/02/dealing-with-activist-hedge-funds-4>>.

46) Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, *supra* note 10, p. 16-32; Brian Hoffman, *supra* note 7, p. 3.

거절할 필요가 있다.<sup>47)</sup> 검토한 결과 행동주의자의 제안이 회사의 장기적인 목표와 주주가치 향상의 관점에서 타당하다면, 회사는 제안을 수용하는 것을 고려할 수 있다.<sup>48)</sup> 회사가 행동주의자의 제안의 전부나 일부를 채용하면 행동주의자가 공격을 중단하거나 정도를 완화할 수 있다. 제안이 주주가치 향상의 관점에서 타당하지 않다면, 회사는 행동주의자의 공격을 두려워해 주주가치를 훼손하는 제안을 수용해서는 안 된다.<sup>49)</sup> 회사는 행동주의자의 제안을 거절할 수밖에 없는 경우 행동주의자가 공개적으로 공격에 나설 때 주주에게 자신의 입장을 충분히 정당화할 수 있도록 준비를 해 두어야 한다.<sup>50)</sup>

#### 바. 공개 캠페인의 대응

행동주의자는 요구사항을 공표해서 공개 캠페인 국면에 돌입한다. 캠페인이 선거에서 유권자의 지지를 얻는 것이 목적인 것과 마찬가지로 행동주의자의 공개 캠페인은 주주의 지지를 얻는 것이 목적이다.<sup>51)</sup> 행동주의자는 통상 지배권 있는 지분만큼 취득하지 않으므로, 최종적으로 위임장 경쟁을 염두에 두고 기관투자자를 비롯한 주주의 지지를 얻기 위해 다투게 된다. 회사는 행동주의자의 캠페인에 대응함에 있어서, 주주의 지지를 얻을 수 있고 행동주의자의 비판에 대응할 수 있는 메시지를 책정해서 전파할 필요가 있다.<sup>52)</sup> 주주, 의결권행사자문회사에게 자신의 메시지를 효과적으로 전달해 지지를 얻는 것이 공개 캠페인 대응의 핵심이다.

회사의 메시지는 행동주의자의 주장과 주주의 의사, 의결권행사자문회사의 입장을 부단히 확인하고 시시각각 변화하는 상황에 맞춰 유연하게 책정할 필요가 있다. 회사는 보도자료 (press release), 기자회견, 홍보물 광고, 서신, 웹사이트, 소셜미디어 등을 통하여 주주에게 메시지를 전달할 수 있다. 미국에서 이러한 메시지를 책정하고 전달하는데 있어서, 행동주의 대응 경험이 풍부한 변호사, IR회사 등 전문가의 조언을 얻는 경우가 많다.<sup>53)</sup> ISS나 Glass Lewis와 같은 의결권행사자문회사는 주주총회에서 기관투자자의 의결권 행사에 상당한 영향력을 갖고 있으므로, 회사는 의결권행사자문회사의 지지를 얻기 위한 노력도 기울일 필요가 있다.<sup>54)</sup>

47) Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, *supra* note 10, p. 16-31.

48) Jane K. Storero & Barry H. Genkin, *supra* note 22.

49) 田村 俊夫, 前掲(注19), 177면.

50) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注24), 11면.

51) Martin Lipton, "Dealing with Activist Hedge Funds", Harvard Law School Forum on Corporate Governance (June 2, 2015) <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/02/dealing-with-activist-hedge-funds-4>>.

52) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注24), 11면.

53) 上掲論文, 13면.

54) Randy Rinicella et al., "§ 46B:30. Responding to an activist campaign—Communication strategies", Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel (2020).

## 사. 합의

### (1) 개관

회사는 기존과 같이 방어 일변도의 자세만 취할 것이 아니라, 행동주의자와의 건설적인 관계를 모색할 필요도 있다.<sup>55)</sup> 회사는 공개 캠페인의 와중에도 다음과 같은 이유로 합의하고 위임장 경쟁을 피하는 것도 고려할 필요가 있다.<sup>56)</sup> 첫째, 위임장 경쟁은 번잡하고, 비용이 많이 들며, 회사의 평판에 잠재적으로 손상을 줄 수 있고, 최종 결과가 불확실하다.<sup>57)</sup> 둘째, 행동주의자가 추천한 이사가 이사회에 충분히 준비를 해서 임하고, 다른 이사와 의견을 합치시키려는 노력을 하고, 이사회 의 논의 초점을 주주가치 향상으로 이끄는 경우도 있다.<sup>58)</sup> 셋째, 회사가 행동주의자와 협상해서 합의하여 주주 수익 향상으로 이어질 수도 있다.<sup>59)</sup> 넷째, 회사와 행동주의자의 주장의 중간에 합리적인 지점이 있는 경우 합의가 적절할 수 있다. 다만 회사가 행동주의자의 공격을 두려워해 합의로 상황을 모면하려고 하는 것은 적절하지 않을 것이다.<sup>60)</sup>

미국에서 최근 회사가 행동주의자와 합의를 함으로써 위임장 경쟁과 같은 분쟁 격화를 방지하는 일이 많아지고 있다. 구체적으로, ① 행동주의자 제안의 전부 또는 일부 채용, ② 행동주의자가 지명한 후보자의 이사 선임, ③ 행동주의자의 회사 주식 추가 매입이나 위임장 경쟁 기타 회사의 경영진과 대립하는 활동 제한(이른바 정지 합의) 등의 사항이 합의될 수 있다.<sup>61)</sup>

### (2) 제안의 채용

회사는 행동주의자의 제안이 회사 또는 주주의 최선의 이익에 부합하는 것이라면, 행동주의자의 제안의 전부 또는 일부를 채용할 수 있다. 구체적으로 배당이나 자사주 매입, 실적이 저조한 사업의 분할(spun off), 비효율적인 설비투자의 축소 등을 들 수 있다.<sup>62)</sup> 예를 들면 애플

55) Ethan Klingsberg, "Risks And Opportunities Of Hedge Fund Activism", The Corporate Board (May/June 2015) <<https://www.clearmawatch.com/wp-content/uploads/sites/106/2015/04/1505Klingsberg.pdf>>.

56) Martin Lipton, "Dealing with Activist Hedge Funds", Harvard Law School Forum on Corporate Governance (June 2, 2015) <<https://corpgov.law.harvard.edu/2015/06/02/dealing-with-activist-hedge-funds-4>>.

57) Juliana Bleiberg, *supra* note 9, p. 867.

58) Ethan Klingsberg, "Risks And Opportunities Of Hedge Fund Activism", The Corporate Board (May/June 2015) <<https://www.clearmawatch.com/wp-content/uploads/sites/106/2015/04/1505Klingsberg.pdf>>.

59) Joseph Cyriac, Ruth De Backer & Justin Sanders, McKinsey & Co., "Preparing for Bigger, Bolder Shareholder Activists", McKinsey & Co. (Mar. 2014), p. 2; Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, *supra* note 10, p. 16-32.

60) Steven Davidoff Solomon, "As Activist Investors Gain Strength, Boards Surrender to Demands," New York Times (October 14, 2014) <<https://dealbook.nytimes.com/2014/10/14/as-activist-shareholders-gain-strength-boards-surrender-to-demands>>.

61) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 「對話型アクティビスト対応の手法(下): グローバルなシェアホルダー・アクティビズムの最新動向を踏まえて」, 商事法務 2059号(2015), 43-44면.

(Apple)이 자사주를 매입할 자금을 조달하기 위해 채권을 발행함으로써, 자사주 매입을 요구하는 행동주의자와 사이의 긴장을 완화한 사례가 있다.<sup>63)</sup>

### (3) 이사 선임

회사는 행동주의자가 지명한 후보자의 이사 선임에 합의할 수 있다. 구체적으로 합의 후 최초의 정기주주총회까지 행동주의자가 지명한 후보자를 이사로 선임하는 것 또는 위 최초의 정기주주총회에서 회사 제안의 이사후보자명부에 행동주의자가 지명한 후보자를 포함시키는 것에 합의 할 수 있다.<sup>64)</sup> 행동주의자가 지명한 후보자가 실제로 이사로 선임되어 이사회에 혼란을 일으키거나 건설적인 지배구조에 악영향을 주지 않도록, 회사는 행동주의자와 후보자의 이사 선임에 합의하면서 이사로서의 행동규범에 관하여도 합의를 할 수 있다.<sup>65)</sup>

### (4) 정지 합의

정지 합의는 일정 기간 동안 행동주의자의 회사 주식 추가 매입이나 위임장 경쟁 기타 경영진과 대립하는 활동을 제한하는 것이다.<sup>66)</sup> 정지 합의에는 합의한 상한선을 초과하는 회사 주식의 추가 취득을 하지 않는 것, 행동주의자가 이사회에 제안에 대해 주주총회에서 반대 의결권 행사를 하지 않는 것, 임시주주총회의 소집청구 또는 소송의 제기를 하지 않는 것, 제3자의 회사에 대한 소송을 종용하거나 그 소송에 협력하지 않는 것 등이 포함된다.<sup>67)</sup>

## 아. 위임장 경쟁

### (1) 행동주의자에 대한 위임장권유규제

행동주의자의 위임장 경쟁의 목표는 현재의 이사진을 행동주의자 측 인사들로 교체하는 것이다. 행동주의자는 주주가 자신을 지지하도록 설득해서, 의결권행사의 위임을 받으려고 한다.<sup>68)</sup> 미국에서는 위임장권유규제의 적용범위를 정하는 '권유(solicitation)'의 개념을 폭넓게 정의해 규제의 대상을 넓힌 다음, 규제의 필요성이 낮은 경우에 규제의 적용제외를 인정하여 세밀하게 규제하고 있다.<sup>69)</sup>

62) 上掲論文, 44면.

63) Ben Rooney, "Apple's new blockbuster: Bonds", CNN Business (May 1, 2013) <<https://money.cnn.com/2013/05/01/investing/apple-bond/index.html>>.

64) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注61), 44면.

65) 上掲論文, 45면.

66) Jared L. Landaw et al., *supra* note 20, p. 76.

67) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注61), 45면.

68) Juliana Bleiberg, *supra* note 9, p. 857.

이러한 적용제외가 인정되지 않는 경우에는 행동주의자의 정보공시에 대해서도 위임장권유 규제가 미쳐, 위임장 경쟁에서 관련당사자의 오해를 불러올 표명을 하거나, 사실의 은폐를 하는 것은 위법하다.<sup>70)</sup> SEC Rule 14a-9의 사기금지규정(antifraud rule)에 따르면, 위임장권유와 관련하여 위임장설명서(proxy statement), 위임장양식(form of proxy) 또는 기타 커뮤니케이션(communication)에서 중요한 사실에 관하여 허위이거나 오해를 불러올 표명을 하거나, 중요한 사항을 누락하여서는 아니 된다.

주주는 위임장권유를 하는 경우 위임장설명서 및 위임장양식을 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, SEC)에 사전에 초안(draft)으로 제출할 의무가 있고, SEC가 이에 대해 사기금지규정의 기준 등을 적용하여 코멘트(comment)를 하면 그것을 반영한 위임장설명서 및 위임장양식을 제출할 필요가 있다.<sup>71)</sup> SEC는 사전 제출 의무가 없는 보도자료 기타 권유자료(soliciting materials)에 대해서도 정기적으로 모니터링을 실시하고, 과장된 사항에 대해서 적극적으로 코멘트 할 수 있다.<sup>72)</sup>

## (2) 위임장설명서 기재사항

위임장설명서에 기재하여야 할 사항은 SEC의 Schedule 14A에 상세하게 규정되어 있다. 최근 헤지펀드와 같은 행동주의자가 주식의 매입과 동시에 스왑(swap)을 이용해서 헤지 거래를 함으로써, 주가변동 리스크를 부담하지 않으면서 의결권을 보유하고 있다. 이렇게 주주로서의 경제적 권리를 초월한 의결권을 공의결권(empty voting)이라고 한다. 공의결권은 주식의 경제적 가치에 무관심한 자 또는 회사의 이익과 반대되는 인센티브를 갖는 자가 의결권을 행사할 우려를 낳는다.<sup>73)</sup> 이러한 공의결권은 위임장 경쟁에서도 이용될 수 있는바,<sup>74)</sup> 공의결권은 주주가 의결권행사의 판단을 할 때에 중요한 정보라고 할 수 있다. 그러나 권유자가 회사의 주식에 대해 쇼트 포지션(short position)을 보유하고 있다는 것과 공의결권이 행사될 가능성이

69) SEC Rule 14a-1 (l); 松下 憲, 「再考·委任狀勧誘規制(上)―米國のProxy Regulationを參考にして―」, 商事法務 2057号(2015), 19-20면; 神谷 光弘, 熊木 明「敵對的買収における委任狀勧誘への問題と對應: アメリカでの實務・先例を參考に」, 商事法務 1827号(2008), 14-15면; 윤승환, 「미국증권법 강의」, 삼일인포마인(주), 2004, 815면 (“1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 및 SEC 규칙에서는 그 규제의 대상이 되는 위임장 및 위임장 청구행위에 대하여 매우 광범위하게 정의하고 있다.”).

70) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注61), 47면.

71) SEC Rule 14a-6; 松下 憲, 前掲(注69), 21면. 松下 憲, 前掲(注31), 55면; 임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009, 515-516면.

72) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注61), 47면.

73) 공의결권에 의해 회사에 비효율적인 결의가 성립할 리스크가 나타난 사례로, Perry Corp., Exchange Act Release No. 60351 (July 21, 2009) <<https://www.sec.gov/litigation/admin/2009/34-60351.pdf>>.

74) Henry T. C. Hu & Bernard S. Black, "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", 79 S. Cal. L. Rev. 811 (2006), p. 830.

있다는 것은 위임장설명서에 기재하여야 하는 정보인지 명확하지 않다. 실무상은 적어도 사기 금지규정에 의해 공시가 필요한 '중요한 사실'에 해당되어 그러한 사실은 공시되는 경우가 많다는 견해가 있지만, 보다 명확한 정보공시규정이 마련되는 것이 바람직하다는 견해도 있다.<sup>75)</sup>

### 3. 행동주의에 대한 방어수단

#### 가. 시차임기제 이사회

미국에서 현재 회사는 행동주의자의 공격을 방어하거나 행동주의자와의 협상에서 우위를 차지하기 위해 다양한 수단을 사용하고 있다. 그중 위임장 경쟁 과정을 늦추기 위해서 시차임기제 이사회(staggered boards)를 사용하는 회사가 늘어났다.<sup>76)</sup> 시차임기제 이사회는 이사들의 임기를 분산시켜 임기의 만료시점을 다르게 하는 것이다. 시차임기제 이사회로 인해, 행동주의자는 이사회를 장악하기 위해서는 한 번의 선거가 아니라 두 번의 선거에서 이겨야 하기 때문에 1년을 더 기다려야 하게 된다.<sup>77)</sup>

#### 나. 2단 포이즌 필

포이즌 필은 적대적 기업인수의 경우와 달리 행동주의자의 공격에 대해서는 효과를 내기 어렵다. 행동주의자는 자신의 의결권이 아니라 기관투자자를 비롯한 주주의 의결권을 동원하려고 하고, 일류 행동주의자는 주로 시가총액이 큰 회사를 대상으로 하기 때문에 취득할 수 있는 지분비율이 그다지 높지 않아서, 포이즌 필의 발동비율보다 낮은 지분비율을 취득하기 때문이다.<sup>78)</sup> 이러한 상황에서 미국에서 최근 회사가 행동주의자의 주식 매집을 저지하기 위해 2단 포이즌 필(two-tier pill)을 도입하고 있다.<sup>79)</sup>

2단 포이즌 필은 대량보유보고규제의 간이 양식인 Schedule 13G에 따라 주식보유를 보고하는 자(수동적인 투자자 등)에 대해서는 발동비율이 20%로 되어 있는 반면, Schedule 13D에 따라

75) Thomas W. Briggs, "Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis", 32 J. Corp. L. 681, 688 (2006-2007), p. 704, 706; 松下 憲, 前掲(注31), 50-51면.

76) Bebchuk, et al., "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy", 54 Stan. L. Rev. 887 (2002), p. 889.

77) Bebchuk, et al., Ibid. p. 887; Juliana Bleiberg, *supra* note 9, p. 865.

78) J.P.Morgan, "The activist revolution: Understanding and navigating a new world of heightened investor scrutiny", (January 2015) <<https://www.jpmorgan.com/jpmpdf/1320693986586.pdf>>; Ethan Klingsberg, "Risks And Opportunities Of Hedge Fund Activism", The Corporate Board (May/June 2015) <<https://www.clearmawatch.com/wp-content/uploads/sites/106/2015/04/1505Klingsberg.pdf>>.

79) Spencer D. Klein et al., "Poison pills with lower ownership thresholds for activist investors come under attack", Morrison & Foerster LLP (April 22, 2014) <<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=de7edb86-99ae-4465-bdaa-9d83356f211f>>.

주식보유를 보고하는 자를 포함한 그 밖의 자(행동주의자와 같이 대상회사의 경영지배권의 변경이나 경영에 대한 영향력 행사를 목적으로 한 투자자 등)에 대해서는 발동비율이 10%로 되어 있다. 법원은 2014년 5월 2일 소더비즈(Sotheby's)가 도입한 2단 포이즌 필을 사실상 인정했다.<sup>80)</sup> 소더비즈 주주총회에서 위임장 경쟁을 준비하고 있던 Third Point(이하 'TP'라고 한다)는 법원에 가처분(preliminary injunction)을 신청했으나, 법원은 TP의 본안에서의 승소의 합리적 가능성이 낮다는 이유로 가처분 신청을 기각한 것이다.<sup>81)</sup>

#### 다. 부속정관의 주주제안에 관한 규율

미국에서 최근 많은 회사들이 행동주의에 대응하기 위해 이사회 결의로 부속정관(bylaws)에 이사의 지명을 포함한 주주제안을 규율하는 규정을 두고 있다.<sup>82)</sup> ① 기존의 부속정관에 따르면, 주주제안의 회사에 대한 사전통지는 주주총회일의 60일이나 90일 전까지 해야 했으나, 최근 부속정관에 따르면, 주주제안의 사전통지는 주주총회일의 150일 또는 심지어 180일 전까지 해야 한다. ② 제안주주(proponent shareholder)는 보유하고 있는 주식(beneficial ownership position)뿐만 아니라 현금결제형 스왑(cash-settled swaps)과 같은 파생상품, 이사회후보자와의 관계 및 이사회후보자에 대한 보수 약정(compensation arrangement)에 대해서 공시를 해야 한다. ③ 제안주주는 부속정관에서 정해진 기간 내에 정해진 수 이상의 주식을 보유하고 있어야 하고, 동시에 주주총회일까지 정해진 수 이상의 주식 보유를 유지해야 한다.

#### 라. 황금주

미국에서 회사가 거부권부주식이나 차등의결권주식과 같은 황금주(golden shares)를 발행해 두는 경우가 있다. 황금주는 행동주의자의 공격에 대해서 효과가 있다. 황금주 이용에 대해서 기관투자자나 의결권행사자문회사가 부정적인 경우도 있으나, 기업공개(IPO)의 경우에는 인기 있는 IPO 주식을 취득하고자 하는 수요가 크기 때문에 투자자들이 황금주를 받아들인 예가 있다. 구글(Google), 페이스북(Facebook), 링크드 인(LinkedIn) 등의 회사는 차등의결권 주식을 발행해 둔 상태에서 기업공개를 실시했고, 1인 또는 소수의 자가 지배권을 유지하고 있다.<sup>83)</sup>

80) Third Point LLC v. Ruprecht, C.A. No. 9469-VCP (Del. Ch. May 2, 2014); 이 판결에 관한 논문으로, 김경일, "反행동주의 포이즌 필(anti-activist poison pills)에 관한 연구", 「인권과 정의」 제492호(대한변호사협회, 2020).

81) Davis Polk & Wardwell LLP, "Delaware Court Declines to Enjoin Sotheby's Annual Meeting", Newsletter (May 5, 2014) <<https://www.davispolk.com/files/DelawareCourtDeclines.pdf>>; 다만 소더비즈의 법정에서의 승리에도 불구하고, 기관투자자가 TP를 지지했기 때문에 소더비즈는 패배가 예상되는 주주총회 전에 TP와 합의해야 할 처지에 몰렸고, 2014년 5월 4일 TP와 합의(Support Agreement)하여 TP 측의 인사 3명을 이사로 선임하였다. Brian Hoffman, *supra* note 7, p. 3.

82) 이하 부속정관의 주주제안에 관한 규율에 관하여, Marc Weingarten and Erin Magnor, "Second Generation Advance Notification Bylaws", Harvard Law School Forum on Corporate Governance, (March 17, 2009) <<https://corpgov.law.harvard.edu/2009/03/17/second-generation-advance-notification-bylaws>>.

차등의결권 구조가 행동주의자의 공격에 대해서 효과가 있음을 보여주는 사례가 있다. 칼 아이칸(Carl Icahn)은 2013년부터 2014년에 걸쳐 이베이(eBay)에게 페이팔(PayPal) 사업을 분할하도록 압력을 가했다. 이베이는 차등의결권 구조 하에서 CEO인 존 도나호(John Donahoe)에게 많은 권한이 집중되어 있었기 때문에, 칼 아이칸은 이 차등의결권 구조를 강하게 비판했다.<sup>84)</sup> 이에 대해 존 도나호는 차등의결권 구조는 테크놀러지(technology) 회사가 주주의 단기적인 요구에 휘둘리지 않고 장기적인 혁신에 주력할 수 있도록 하기 위한 것이라고 응수했다. 결과적으로 칼 아이칸은 2014년 4월 제안을 철회했다. 이베이는 차등의결권 구조 덕분에 저명한 행동주의자의 공격에도 견딜 수 있었다고 하였다.<sup>85)</sup>

#### 4. 시사점

##### 가. 행동주의에 대한 대응 개선

행동주의자의 이미지와 기관투자자의 인식이 변하고 있는 상황에서, 기존대로 단기실적주의라는 피상적인 비난으로만 대응해서는 기관투자자의 지지를 얻기 어려울 수 있다. 행동주의자의 대상이 되는 회사는 주가나 실적, 경영방침에 주주가 불만을 느끼고 있는 회사인 경우가 많으므로, 행동주의자의 요구사항의 적합성을 충분히 검토하여 대응할 필요가 있다. 그간 우리나라에서 회사들은 행동주의자의 대화 요청이나 제안에 대하여 거부하거나 무시하는 경우가 없지 않았다. 회사 입장에서는 주주가 된 지 얼마 안 된 행동주의자가 갑자기 회사의 정책 변화를 요구하면 본능적으로 반발심이 일어날 수도 있을 것이다. 그러나 위에서 본 바와 같이 행동주의자에게 무조건적으로 반발하기 보다는 개별 행동주의자의 속성, 특징, 활동방식 등을 조사하고, 행동주의자와 진지한 대화를 하며, 행동주의자의 제안을 객관적으로 평가하고 채용 여부를 결정할 필요가 있을 것이다. 이렇게 체계적이고 객관적으로 대응할 때 기관투자자를 비롯한 주주의 지지를 얻을 수 있을 것이고, 회사의 장기적인 목표와 주주가치 향상에 부합하는 방향으로 대응할 수 있을 것이다.

83) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注61), 42-43면.

84) "Carl Icahn On eBay: Conflicts Of Interest! Options Backdating Scandal! Investments In Direct Competitors! Department Of Justice Investigation! These Are World-Class Directors?", PR Newswire (March 12, 2014) <<https://www.prnewswire.com/news-releases/carl-icahn-on-ebay-conflicts-of-interest-options-backdating-scandal-investments-in-direct-competitors-department-of-justice-investigation-these-are-world-class-directors-249837081.html>>.

85) 다만 이후에도 칼 아이칸은 이베이의 주식을 계속 보유했고, 이베이는 2014년 9월 페이팔 사업을 분할하기로 결정했다. "eBay Inc. to Separate eBay and PayPal Into Independent Publicly Traded Companies in 2015", Yourstory (Oct . 1, 2014) <<https://yourstory.com/2014/10/ebay-inc-separate-ebay-paypal-independent-publicly-traded-companies>>; 이베이는 2015년 1월 칼 아이칸과 사이에, 칼 아이칸의 비즈니스 파트너인 Jonathan Christodoro를 이사로 선임하는 취지의 합의를 하였다. eBay Inc., "eBay Inc. Expands Board of Directors", Press Release, (January 21, 2015) <<https://investors.ebayinc.com/investor-news/press-release-details/2015/EBay-Inc-Expands-Board-of-Directors/default.aspx>>.

#### 나. 취약점 사전 파악 및 개선

주가 하락, 실적 부진, 자본배분의 비효율성, 기업지배구조 문제 등이 있는 회사가 행동주의자의 대상이 되기 쉽지만, 듀폰(DuPont)처럼 주가나 실적이 좋았던 회사도 대상이 될 수 있다는 점을 유념할 필요가 있다. 과거에는 소기업이나 실적이 저조한 회사가 행동주의자의 대상이 되었지만, 최근에는 실적이 좋은 대기업도 대상이 되고 있다. 규모나 실적이 상관없이 어떤 회사도 잠재적으로 행동주의자 활동의 대상이 될 수 있는 것이다.<sup>86)</sup> 이러한 상황에서 회사는 행동주의자의 개입 전에 자사의 취약점을 파악하고 선제적인 조치를 취할 필요가 있다.<sup>87)</sup> 우리나라에서도 어느 회사든 행동주의자의 대상이 될 수 있다는 점을 유념하고, 평상시에 자사의 재무, 사업, 기업지배구조에서의 취약점을 미리 확인하고 개선해 둘 필요가 있을 것이다. 이는 장래 있을 수 있는 행동주의자의 공격에 대한 방어조치가 될 수 있을 뿐만 아니라 그 자체만으로 회사와 주주의 장기적인 이익 향상에 도움이 될 수 있을 것이다.

#### 다. 행동주의자 감지 노력

회사는 행동주의자의 공격에 허를 찔리지 않도록 행동주의자를 감지하기 위해서 자사의 주구성과 주식거래에 지속적으로 주의를 기울일 필요가 있을 것이다. 행동주의자를 감지하기 위해서는 단순히 대량보유보고서 및 그 변경보고서에 주의를 기울이는 것만으로는 충분하지 않다. 행동주의자는 파생상품을 이용해 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라고 한다) 제147조의 대량보유보고규제를 피하여 경제적 권리를 취득하였다가 자신이 선택한 때에 주식으로 전환해서 의결권을 행사할 수 있으므로, 회사는 파생상품 거래를 모니터링할 필요가 있을 것이다. 복수의 행동주의자들이 울프 팩을 형성해 느슨한 연대를 함으로써 '공동보유자(자본시장법 시행령 제141조 제2항)의 적용을 피하여 대량보유보고규제의 지분합산을 피하면서 협력행동을 할 수 있으므로, 회사는 병행 거래, 공동 행위의 징후도 모니터링할 필요가 있을 것이다. 주주명부만 열람해서는 의결권행사의 의사결정을 하는 실질적인 주주를 특정하기 어려우므로 회사는 정기적으로 위임장권유대행회사, IR회사 등에 의뢰하여 실질주주 판명 조사를 할 필요가 있을 것이다.

#### 라. 합의에 대한 인식 재고

우리나라에서 지금까지 회사가 행동주의자와 위임장 경쟁이나 소송 등으로 다투는 경우는

86) Joseph A. Wayland, "§ 52:90. Shareholder engagement and activism", *Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel* (2020).

87) Brian Hoffman, *supra* note 7, p. 4.

있었어도, 행동주의자와 합의를 체결하는 경우는 거의 보기 힘들었다. 이에 반하여 미국에서는 최근 회사가 행동주의자와 합의를 하는 경우가 많아지고 있다. 우리나라에서도 회사는 합의를 부정적인 시각에서만 볼 것이 아니라, 합의하고 위임장 경쟁을 피하는 것도 하나의 선택지로 고려할 필요가 있을 것이다. 위에서 본 바와 같이 위임장 경쟁은 비용이 많이 들고, 회사의 평판에 잠재적으로 손상을 줄 수 있으며, 최종 결과가 불확실하고, 행동주의자가 추천한 이사가 이사회에서 건설적인 역할을 할 수 있으며, 행동주의자와의 합의가 주주 수익 향상으로 이어질 수도 있고, 회사와 행동주의자의 주장의 중간에 합리적인 지점이 있는 경우 합의가 적절할 수 있기 때문이다. 합의를 할 경우 미국에서와 같이 정지 합의를 함께 함으로써 행동주의자의 회사 주식 추가 매입이나 위임장 경쟁 기타 회사의 경영진과 대립하는 활동을 제한하는 것도 고려할 필요가 있을 것이다. 다만 회사가 행동주의자의 공격을 두려워해 합의로 상황을 모면하려고 하거나 회사의 경영진이 지위를 보전할 목적으로 합의를 하는 것은 적절하지 않을 것이다.

#### 마. 위임장권유규제 정비

위에서 본 바와 같이 미국에서 규제의 적용제외가 인정되지 않는 경우 행동주의자의 정보공시에 대해서도 위임장권유규제가 미친다. 이에 비하여 일본의 경우 최근 위임장 경쟁에서 발생회사와 주주 모두 수만 통의 위임장을 취득하는 사례가 나올 정도로 그 격렬함은 증가하고 있으나, 위임장권유규제는 금융상품거래법 등에 비교적 간단한 규정이 마련되어 있는 것에 그치고, 그 내용도 주로 회사가 위임장권유를 하는 장면을 상정하고 있어, 행동주의자와 사이에서 현실로 발생할 수 있는 사건에 대해서 충분한 대응을 할 수 있는 규제로 되어 있지 않다는 비판이 있다.<sup>88)</sup> 예컨대, 일본에서는 참고서류의 기재사항에 관하여 권유자가 회사인 경우와 권유자가 주주인 경우에 차이를 두고 있어서, 권유자가 주주인 경우에는 상대적으로 간소화되어 있다(委任狀勸誘府令 제4조~제40조).<sup>89)</sup> 반면에 우리나라에서는 권유자가 위임장 용지와 함께 피권유자에게 제공하여야 하는 참고서류의 기재사항에 관하여, 발행인과 주주 사이에 차이를 두고 있지 않다(자본시장법 시행령 제163조 제2항, 제3항).

다만 우리나라에서 의견표명에 관한 서면제출의무에 관하여는 발행인과 주주 사이에 차이를 두고 있다. 자본시장법 제155조에 따르면, 의결권 대리행사의 권유대상이 되는 상장주권의 발행인은 의결권 대리행사의 권유에 대하여 의견을 표명한 경우에는 그 내용을 기재한 서면을 지체 없이 금융위원회와 거래소에 제출하여야 한다. 이는 주주총회를 앞두고 위임장권유를 행한

88) 파라다이스 세오도아·A/石綿 學/杉山 浩司, 前掲(注61), 46면; 일본의 위임장권유규제의 문제점을 자세히 다룬 논문으로, 松下 憲, 前掲(注69), 16면 이하, 松下 憲, 前掲(注31), 50면 이하.

89) 黒沼悦郎, 「金融商品取引法」, 有斐閣, 2016, 322면; 川村正幸, 「金融商品取引法(第5版)」, 中央経済社, 2014, 240-241면.

회사 경영진이 설명회나 인쇄매체, 회사의 웹사이트 등을 통해 회사가 제안한 의안을 가결시키기 위해 혹은 주주제안을 부결시키기 위해 일반주주를 상대로 의견표명을 하는 경우, 회사 경영진이 허위의 과장된 의견표명을 하는 것을 방지하기 위한 것이다. 자본시장법 제155조는 이러한 의견표명에 관한 서면제출의무를 발행인에 대해서만 부과하고 주주에 대해서는 부과하지 않고 있다.<sup>90)</sup> 그러나 행동주의자가 회사와 위임장 경쟁을 하는 경우 허위나 과장된 의견표명을 할 우려는 행동주의자에게도 마찬가지로 존재하고, 행동주의자와 회사의 공방에서 일방에게만 서면제출의무를 부담하게 하는 것은 공평에 반할 소지도 있다. 회사뿐만 아니라 행동주의자의 의견표명의 정확성도 담보될 수 있도록 법제도를 정비하여, 일반주주가 회사와 행동주의자 모두로부터 정확한 의견표명을 들을 수 있도록 하는 것을 고려할 필요가 있을 것이다.

#### IV. 결어

최근 행동주의는 활발하게 전개되고 있고, 다양한 회사들에게 상당한 영향을 미치고 있다. 오늘날 행동주의에 대한 회사의 대응이 점점 더 문제가 되고 있고, 중요해지고 있다. 이 글에서는 먼저 행동주의의 효과, 행동주의자의 활동 단계를 살펴본 다음, 행동주의자의 활동이 가장 활발한 미국에서의 행동주의에 대한 회사의 대응책을 살펴보고, 그 시사점을 모색해보았다.

행동주의에 대한 주된 비판은 단기실적주의 비판이나, 실증연구와 이론, 현실에 기반하여 검토하면, 행동주의가 회사와 주주의 장기적인 이익에 부정적인 영향을 미친다는 비판은 그 타당성이 불분명하다고 할 수 있다. 행동주의자의 전형적인 활동 단계는 (㉠) 대상회사의 선정, (㉡) 주식취득과 공표, (㉢) 경영진과의 대화, (㉣) 공개 캠페인, (㉤) 합의, (㉥) 위임장 경쟁으로 이루어진다.

행동주의자 출현 전의 대응책으로, (㉠) 취약점 사전 파악 및 개선, (㉡) 기관투자자와의 사전 의사소통, (㉢) 행동주의자의 감지가 있다. 행동주의자 출현 후의 대응책으로, (㉠) 행동주의자에 대한 조사, (㉡) 행동주의자와의 대화, (㉢) 기관투자자와의 의사소통, (㉣) 행동주의자 제안의 평가와 채부, (㉤) 공개 캠페인의 대응, (㉥) 정지 합의를 포함한 합의, (㉦) 위임장권유규제가 있다. 행동주의에 대한 방어수단으로 시차임기제 이사회, 2단 포이즌 필, 부속정관의 주주제안에 관한 규율, 황금주 등이 있다.

① 우리나라에서 행동주의자에게 무조건적으로 반발하기 보다는 개별 행동주의자의 속성, 특징, 활동방식 등을 조사하고, 행동주의자와 진지한 대화를 하며, 행동주의자의 제안을 객관적으로

90) 한국증권법학회, 「자본시장법[주석서 I]」, 박영사, 2017, 783면; 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2019, 651면(“위임장경쟁이 벌어지면 발행인(경영진)과 반대 입장에 있는 주주도 의견권대리행사권유에 대하여 의견을 표명하는 경우가 있을 수 있는데, 이러한 경우에도 현행 규정상으로는 서면제출의무가 없다는 문제가 있다.”).

22 선진상사법률연구 통권 제93호 (2021.1.)

평가할 필요가 있을 것이다. ② 어느 회사든 행동주의자의 대상이 될 수 있다는 점을 유념하고, 평상시에 자사의 재무, 사업, 기업지배구조에서의 취약점을 미리 확인하고 개선해 둘 필요가 있을 것이다. ③ 회사는 행동주의자를 감지하기 위해서 자사의 주주구성과 주식거래에 지속적으로 주의를 기울일 뿐만 아니라 파생상품 거래, 병행 거래 등도 모니터하고, 실질주주 판명조사를 할 필요가 있을 것이다. ④ 회사는 행동주의자와의 합의를 부정적인 시각에서만 볼 것이 아니라, 합의하고 위임장 경쟁을 피하는 것도 하나의 선택지로 고려할 필요가 있을 것이다. ⑤ 자본시장법 제155조는 의견표명에 관한 서면제출의무를 발행인에 대해서만 부과하고 주주에 대해서는 부과하지 않고 있으나, 회사뿐만 아니라 행동주의자의 의견표명의 정확성도 담보될 수 있도록 법제도를 정비하는 것을 고려할 필요가 있을 것이다. ☐

(논문접수 : 2020. 12. 10. / 심사개시 : 2020. 12. 30. / 게재확정 : 2021. 1. 15.)

## 참 고 문 헌

- 김건식·정순섭, 「자본시장법」, 두성사, 2013.
- 윤승한, 「미국증권법 강의」, 삼일인포마인(주), 2004.
- 임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009.
- 임재연, 「자본시장법」, 박영사, 2019.
- 한국증권법학회, 「자본시장법[주석서 I]」, 박영사, 2017.
- 김경일, “反행동주의 포이즌 필(anti-activist poison pills)에 관한 연구”, 「인권과 정의」 제492호(대한변호사협회, 2020).
- 안수현, “주주행동주의(Shareholder Activism)의 순기능 강화를 위한 몇가지 논의”, 「경영법률」 제30권 제3호(한국경영법률학회, 2020).
- 최준선, “주주행동주의에 대한 대응 방안”, 「기업법연구」 제33권 제3호(한국기업법학회, 2019).
- Alon Brav, Wei Jiang & Hyunseob Kim, “Hedge Fund Activism: A Review”, Foundations and Trends in Finance, Vol. 4, No. 3 (2010).
- Aneliya S. Crawford & Fred R. Pletcher, “Chapter 16 The Barbarians are Past The Gate: Shareholder Activism in The Resources Industries—Canadian and U.S. Trends and Tactics”, 65 RMMLF-INST 16 (2019).
- April Klein & Emanuel Zur, "Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors", 64 J. Fin. 187 (2009).
- Assaf Hamdani & Sharon Hannes, "The Future of Shareholder Activism", 99 B.U. L. Rev. 971 (2019).
- Bebchuk, et al., "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy", 54 Stan. L. Rev. 887 (2002).
- Brian Hoffman, “Merger & Acquisitions: Developments in 2014”, 2014 WL 7666082 (2014).
- Gaia Balp, “Activist Shareholders at De Facto Controlled Companies”, 13 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 341 (2019).
- Gregory H. Shill, “The Golden Leash and The Fiduciary Duty of Loyalty”, 64 UCLA L. Rev. 1246 (2017).
- Doron Levit, "Soft Shareholder Activism", Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper (2011).
- Henry T. C. Hu & Bernard S. Black, "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", 79 S. Cal. L. Rev. 811 (2006).

24 선진상사법률연구 통권 제93호 (2021.1.)

- Jane K. Storero & Barry H. Genkin, "E-Proxy, Shareholder Forums & The New Age of Shareholder Activism", 12 No. 5 Wallstreetlawyer.com: Sec. Elec. Age 13 (2008).
- Jared L. Landaw et al., "The Ten Elements of a Proxy Contest Settlement", 26 No. 3 ACC Docket 74 (2008).
- Joel Slawotsky, "The Virtues of Shareholder Value Driven Activism: Avoiding Governance Pitfalls", 12 Hastings Bus. L.J. 521 (2016).
- Joseph A. Wayland, "§ 52:90. Shareholder engagement and activism", Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel (2020).
- Juliana Bleiberg, "Activist Investors and Mediation", 18 Cardozo J. Conflict Resol. 857 (2017).
- Leo E. Strine, Jr., "Who Bleeds When the Wolves Bite: A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System", 126 Yale L.J. 1870 (2017).
- Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism", 115 Col. L. Rev. 1085 (2015).
- Maria B. Bock, "Shareholder Activism: The 21st Century Poison Pill Replacement", 93 Denv. L. Rev. Online 341 (2016).
- Matthew R. Denes, Jonathan M. Karpoff & Victoria B. McWilliams, "Thirty Years of Shareholder Activism: A Survey of Empirical Research", 44 J. Corp. Fin. 405 (2017).
- Nickolay Gantchev, Oleg Gredil & Chotibhak Jotikasthira, "Governance Under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism", Eur. Corp. Gov. Inst. (ECGI) - Working Paper No. 562 (2018).
- Randy Rinicella et al., "§ 46B:29. Responding to an activist campaign", Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel (2020).
- Randy Rinicella et al., "§ 46B:30. Responding to an activist campaign—Communication strategies", Successful Partnering Between Inside and Outside Counsel (2020).
- Thomas W. Briggs, "Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis", 32 J. Corp. L. 681, 688 (2006-2007).

黒沼悦郎, 「金融商品取引法」, 有斐閣, 2016.

川村正幸, 「金融商品取引法(第5版)」, 中央経済社, 2014.

パラダイス セオドア・A/石綿 學/杉山 浩司, 「対話型アクティビスト対応の手法(上) : グローバルなシェアホルダー・アクティビズムの最新動向を踏まえて」, 商事法務 2057号(2015).

- パラダイス セオドア・A/石綿 學/杉山 浩司, 「對話型アクティビスト対応の手法(下) : グローバルなシェアホルダー・アクティビズムの最新動向を踏まえて」, 商事法務 2059号(2015).
- 松下 憲, 「再考・委任状勧誘規制(上)―米國のProxy Regulationを参考にして―」, 商事法務 2057号(2015).
- 松下 憲, 「再考・委任状勧誘規制(下)―米國のProxy Regulationを参考にして―」, 商事法務 2059号(2015).
- 田村 俊夫, 「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治 : 所有と經營の分離の終わりの始まり?」, 資本市場リサーチ vol. 30(2014).
- 田村 俊夫, 「アクティビストと企業統治のパラダイムシフト : 機関投資家、取締役會との共進化」, 資本市場リサーチ vol. 37(2015).
- 神谷 光弘, 熊木 明「敵對的買収における委任状勧誘への問題と対応 : アメリカでの實務・先例を参考に」, 商事法務 1827号(2008).

## Abstract

### Study on the company's response to shareholder activism

Kim, Gyoung-Il

By taking up a significant but non-controlling equity position in a target company and exerting pressure on the company, activists try to bring about the changes in the company. Activists seek to earn profits by taking advantage of the increased stock price performance which follows such changes. In recent years, shareholder activism("activism")'s growth has been striking and activism is influencing a variety of corporations. The company's response to activism is becoming more and more important today. First, this article provided an overview of the corporate effects of activism and the steps of activist activity. And then it reviewed the company's response to activism in the United States where activism most frequently occurs and tried to find its implications for Korea.

Main criticism against activism is short-termism. But based on empirical findings, the theory and the reality, the validity of criticism that activist shareholders have detrimental effects on the interests of targeted companies and their long-term shareholder seems to be uncertain. The typical steps of activist activity consist of (a) a selection of the target company, (b) accumulation of target stock and public announcement, (c) discussions with management, (d) public campaign, (e) an agreement, (f) a proxy contest.

As response before activist reaches out, there are (a) identifying weaknesses and taking pre-emptive actions, (b) communicating with institutional investors in advance, and (c) identifying activist in the company's stock. As response after activist reaches out, there are (a) investigating activist, (b) communicating with activist, (c) communicating with institutional investors, (d) evaluating the activist's proposals and adopting such proposals or rejecting the proposals, (e) responding to public campaign, (f) entering into an agreement including standstill agreement, and (g) the regulation of a proxy contest. As anti-activist devices, there are staggered boards, a two-tier pill, bylaws to address the shareholders' proposal, golden shares, and so on.

① In Korea, there would be a need to ascertain the activist's attribute, characteristic, a method of activity and so forth, to communicate with activist seriously, and to evaluate the activist's proposals objectively rather than to react against activist unconditionally. ② It would be necessary to keep in mind that no company is immune from potential activist activity, to identify vulnerabilities from a financial, operational, corporate governance perspective before activist intervention, and to take proactive steps to address them. ③ The company should regularly monitor trading in derivatives and parallel trading as well as changes in its shareholder base and stock trading volumes to identify activist. And the identification of beneficial shareholders would be necessary. ④ The company should consider entering into an agreement as one of options to avoid a proxy fight rather than only seeing it in a negative light. ⑤ According to the Financial Investment Services and Capital Markets Act("FISCMA") section 147, an issuer of listed stocks is required to, when it manifests its opinion concerning the solicitation to exercise voting rights by proxy, submit a written statement with such contents to the Financial Services Commission and an exchange. But a shareholder is not required to do so. There would be a need to reform the legal system to secure the accuracy of 'manifestation of opinion' of activist as well as an issuer.

Key Words : shareholder activism, response, anti-activist devices, short-termism, standstill agreement, proxy contest